

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

# Rivista

**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

**SUPPLEMENTO**

OTTOBRE / DICEMBRE

**2023**

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE**

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,  
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI  
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,  
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

## **COMITATO DI DIREZIONE**

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,  
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,  
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

## **COMITATO SCIENTIFICO**

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,  
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,  
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE  
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO  
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,  
FRANCESCO TESAURO<sup>+</sup>

### **COMITATO ESECUTIVO**

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

### **COMITATO EDITORIALE**

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA  
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO  
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI  
(SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA  
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO  
MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO,  
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,  
CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

### **COORDINAMENTO EDITORIALE**

UGO MALVAGNA

### **DIRETTORE RESPONSABILE**

FILIPPO SARTORI

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836



## **Gli ESG *covenant* come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale**

**SOMMARIO:** 1. Premessa: il ruolo dei *covenant* nell'assicurare la sostenibilità del credito. – 2. Gli ESG *covenant*. – 2.1. Segue: i fattori ESG negli *informative covenant*... – 2.2. ... e nei *positive, negative* e *financial covenant*. – 3. Gli ESG *covenant* come strumento di direzione e coordinamento. – 4. La reazione alla violazione del *covenant*: brevi cenni sulle misure di tolleranza. – 5. Conclusioni.

### *1. Premessa: il ruolo dei covenant nell'assicurare la sostenibilità del credito*

Le riflessioni che seguiranno hanno l'obiettivo di approfondire come i *covenant* possano essere impiegati per assicurare un esercizio del credito sostenibile. Oggetto della nostra analisi, quindi, saranno quelle clausole accessorie ad un contratto di finanziamento – generalmente, un finanziamento ad un'impresa – che impongono al prestatore di trasmettere specifiche informazioni alla propria controparte, di rispettare determinati parametri patrimoniali e finanziari, di compiere od astenersi dal compiere talune azioni, *etc.*, nell'ottica di assicurare al finanziatore il rimborso del prestito e consentirgli di individuare le potenziali cause di deterioramento dell'esposizione, così da intervenire tempestivamente per prevenirle o porvi rimedio. Pertanto, ci occuperemo prevalentemente dei cc.dd. “*loan covenant*”, anche se, come si vedrà, alcune riflessioni potrebbero valere, *mutatis mutandis*, pure per i cc.dd. “*bond covenant*”, i quali, invece, assistono i prestiti obbligazionari, solitamente a tutela degli investitori istituzionali<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Per un maggiore approfondimento sui *covenant* e sulle problematiche tipicamente connesse al loro utilizzo, si v. G. PIEPOLI, *Le garanzie negative*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2001, I, 405 ss.; F. TOTARO, *Il project financing*, in *Il mutuo e le altre operazioni di finanziamento*, V. CUFFARO (dir. da), Bologna, 2005, 377 ss.; W.W. BRATTON, *Bond covenants and creditor protection: Economics and law, theory and practice, substance and process*, in *Eu. bus. org. law rev.*, 2006, 39 ss.; M. PALMIERI, *I bond covenants*, in *Banca imp. soc.*, 2006, 247 ss.; F. BAZZANA, *Un modello di prezzo per i covenant nei finanziamenti bancari*, *ivi*, 2007, 385 ss.; C. BRESCIA MORRA, *Finanziamento e partecipazione all'impresa. profili evolutivi*, Napoli, 2008,

Ciò premesso, se intendiamo l'aggettivo "sostenibile" nella sua accezione tradizionale e, quindi, come qualificante un prestito che può essere rimborsato dal debitore senza particolari difficoltà, la nostra indagine non meriterebbe particolari approfondimenti posto che, già da un primissimo e rapido esame della fattispecie, si può affermare che i *covenant* servono proprio ad assicurare al finanziatore il rientro del

---

273 ss.; G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 498 ss.; U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 601 ss.; G. GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, *ivi*, 609 ss.; R. PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, *ivi*, 627 ss.; D.U. SANTUOSSO, *Covenants finanziari: rischio d'impresa e responsabilità gestionali*, *ivi*, 639 ss.; C. DEMIROGLU e C.M. JAMES, *The information content of bank loan*, in *The review of financial studies*, 2010, 3700 ss.; A.D. SCANO, *I covenants nei contratti di finanziamento all'impresa: garanzie o strumenti atipici di conservazione della garanzia patrimoniale?*, in *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, I. DEMURO (a cura di), Torino, 2010, 85 ss.; ID., *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in *Nuovo dir. soc.*, 2011, 14 ss.; H.B. CHRISTENSEN e V.V. NIKOLAEV, *Capital versus performance covenants in debt contracts*, in *Journal of accounting research*, 2012, 75 ss.; M.P. PELUSO, *I covenant nei contratti di finanziamento. Profili introduttivi*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 4, 2011, 127 ss.; F. BAZZANA e M. PALMIERI, *How to increase the efficiency of bond covenants: a proposal for the Italian corporate market*, in *European journal of law and economics*, 2012, 327 ss.; A. DAVOLA, *Le garanzie negative dell'obbligazione*, in *Resp. civ. prev.*, 2013, 1089 ss. e spec. 1099 ss.; M. MOZZARELLI, *Business covenant e governo della società finanziata*, Milano, 2013, *passim*; M. DI RIENZO, *Concessione del credito e tutela degli investimenti: regole e principi in tema di responsabilità*, Torino, 2013, 47 ss.; L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013, 81 ss.; P. CUOMO, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, *passim* e spec. 101 ss.; ID., *Controllo societario da credito e diritto della crisi. Il problema del Sanierungsprivileg*, in *Dir. banc. fin.*, 2014, I, 425 ss.; G. SHI e J. SUN, *Corporate bond covenants and social responsibility investment*, in *Journal of business ethics*, 2015, 285 ss.; M. DE POLI, *L'ingerenza dannosa della banca nell'attività della finanziata, tra "amministrazione di fatto" e "controllo" societario*, 2017, in [www.fallimentiesocieta.it](http://www.fallimentiesocieta.it); L. GULLIFER e J. PAYNE, *Corporate Finance Law. Principles and Policy*, Oxford, 3<sup>a</sup> ed., 2020, 198 ss.; G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2021, pp. 347 ss.; ID., *Profili civilistici del project financing*, Napoli, 2022, 128 ss.; G. BARBARA, *Covenants e "fattispecie aggregative". Contributo alla teoria del controllo e del collegamento "esterni"*, Torino, 2022, *passim*; e D. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, s.d., in [www.unitn.it](http://www.unitn.it)



prestito concesso e, pertanto, la sua sostenibilità: infatti, la migliore letteratura ha efficacemente definito i *covenant* come strumenti di garanzia preventiva del credito, facendo ovviamente un uso atecnico del concetto di “garanzia”<sup>2</sup>. Invero, va precisato che da qualche anno l’aggettivo “sostenibile” ha assunto un significato nuovo ed ulteriore, andando ad identificare anche quei prestiti attenti alle problematiche ambientali e sociali, così come pure al buon governo societario (tematiche riassunte nella sigla “ESG”, acronimo di “*environmental, social, governance*”): si pensi, ad esempio, ad un finanziamento destinato all’ammodernamento e all’efficientamento energetico degli impianti produttivi di un’impresa. In buona sostanza, si tratta di prestiti volti a perseguire le esigenze della generazione presente senza compromettere quelle delle generazioni future<sup>3</sup>.

La crescente attenzione dei mercati finanziari e dell’ordinamento verso le tematiche ESG è nota e non abbisogna di ulteriori approfondimenti in questa sede<sup>4</sup>. Peraltro, con specifico riferimento al

---

<sup>2</sup> In tal senso, tra i contributi richiamati alla nota precedente, si v. spec. G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, cit., 498; nonché A.D. SCANO, *I covenants nei contratti di finanziamento all’impresa: garanzie o strumenti atipici di conservazione della garanzia patrimoniale*, cit., 100 ss.; G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, cit., 358 ss.; e G. BARBARA, *op. cit.*, 2 ss.

<sup>3</sup> Questa è la nuova concezione di “sostenibilità”, che, invero, emerge già nel c.d. “Rapporto Brundtland”, ossia il rapporto *Our common future* pubblicato nel 1987 dalla Commissione mondiale sull’ambiente e lo sviluppo presso le Nazioni Unite, presieduta dall’allora primo ministro norvegese Gro Harlem Brundtland: si v. WORLD COMMISSION ON ENVIRONMENT AND DEVELOPMENT, *Our common future*, Oxford, 1987, spec. 8.

<sup>4</sup> Sul tema, sia quindi consentito rinviare a quanto recentemente scritto da F. CAPRIGLIONE, *Clima, energia, finanza. Una difficile convergenza*, Torino, 2023, *passim*; R. LENER e P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, 6 ss.; M. LIBERTINI, *Gestione “sostenibile” delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contr. impr.*, 2023, 54 ss.; M. ARRIGONI, *Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell’investitore*, in questa *Rivista*, 2023, I, 261 ss.; G. SCHNEIDER, *Prevenzione della crisi d’impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile*, *ivi*, 327 ss.; T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 607 ss.; M. LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Rivista del Commercio Internazionale*, 2023, 63 ss.; A. BROZZETTI, *La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese*, in *Dir. banc. fin.*, 2022, I, 411 ss.; I. H-Y CHIU, L.

mercato del credito, da tempo il settore ha elaborato tipologie di prestiti volti a promuovere attività sostenibili (i cc.dd. “*sustainability-linked loan*”) così come a perseguire specifici obiettivi ambientali (i cc.dd.

---

LIN e D. ROUCH, *Law and regulation for sustainable finance*, in *Eu. bus. org. l. rev.*, 2022, 1 ss.; D.A. ZETZSCHE e L. ANKER-SØRENSEN, *Regulating sustainable finance in the dark*, *ivi*, 47 ss.; 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. n. 4, 2022, 78 ss.; M. DE POLI, *La governance dei mercati finanziari*, *ivi*, 125 ss.; L. AMMANNATI e A. CANEPA, *Intervento pubblico e finanza sostenibile per la transizione ecologica*, *ivi*, 136 ss.; R. CALDERAZZI, *La sostenibilità nell'impresa bancaria*, *ivi*, 168 ss.; V. FORLENZA, *La conformazione della corporate governance bancaria nel contesto della transizione ecologica*, *ivi*, 193 ss.; A.M. PANCALLO, *Fattori ESG e governance bancaria*, *ivi*, 212 ss.; G. SCHNEIDER, *Per un approccio sostanziale alla finanza sostenibile: il greenwashing alla prova del rischio di condotta*, *ivi*, 222 ss.; M. PASSALACQUA, *Green deal e transizione digitale. Regolazione di adattamento a un'economia sostenibile*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 27 ss.; U. TOMBARI, *Riflessioni sullo statuto organizzativo dell'impresa sostenibile tra diritto italiano e diritto europeo*, *ivi*, 135 ss.; M. RESCIGNO, *Note sulle regole dell'impresa sostenibile. Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, *ivi*, 165 ss.; C. BELLAVITE PELLEGRINI e C. CANNAS, *Quali prospettive per una finanza sostenibile?*, *ivi*, 239 ss.; A. CHILOIRO, *ESG e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all'impresa: possibili profili giuridici*, *ivi*, 263 ss.; F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, *ivi*, 315 ss.; ID., *L'insostenibile leggerezza dell'essere (sostenibili). Note brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, I, 185 ss.; V. BEVIVINO, *L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 484 ss.; ID., *Il bank government dopo l'integrazione dei fattori ESG nella regolazione prudenziale europea*, in *Banca imp. soc.*, 2022, 593 ss.; M. DE SÁ, *ESG and banks: Towards sustainable banking in the European Union*, in *The Palgrave handbook of ESG and corporate governance*, P. CÂMARA e F. MORAIS (a cura di), Londra, 2022, 375 ss.; M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, M. PASSALACQUA (a cura di), Padova, 2021, 63 ss.; M. PELLEGRINI e A. DAVOLA, *Il ruolo dello Stato nella transizione della finanza verso la sostenibilità*, *ivi*, 83 ss.; M. SEMERARO, *Fattori di sostenibilità ambientale e climatica e politiche creditizie: rischio climatico e accesso al credito*, *ivi*, 253 ss.; R. NATOLI, *Impresa e responsabilità nel prisma del Green New Deal europeo*, *ivi*, 287 ss.; S. MICHIELIN, *Misurare la sostenibilità: note introduttive e inquadramento del problema. Il ruolo del rating ESG*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2022, 708 ss.; D. CERINI, *From “green” to “blue”: l'assicurazione tra sostenibilità e regole del mercato*, in *Assicuraz.*, 2022, 9 ss.; nonché i saggi raccolti in *Sustainable finance in Europe. Corporate governance, financial stability and financial markets*, D. BUSCH, G. FERRARINI e S. GRÜNEWALD (a cura di), Londra, 2021.

“*green loan*”) o sociali (i cc.dd. “*social loan*”)<sup>5</sup>. Ed infatti, specialmente livello internazionale, si può osservare come diverse associazioni di categoria abbiano già stilato principi e linee guida in materia, che gli operatori sono liberi di seguire<sup>6</sup>.

Quanto al contesto europeo, questo genere di prestiti e, in particolare, i *green loan* sono stati presi in considerazione dall’Autorità Bancaria Europea nei propri Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti del 2020: nello specifico, l’Autorità ha raccomandato agli enti creditizi di dotarsi di *policy* e procedure *ad hoc* nel caso in cui emettano o prevedano di emettere linee di credito “sostenibili dal punto di vista ambientale”. Peraltro, nel caso in cui questi prestiti siano rivolti alle imprese, l’Autorità ha raccomandato agli enti che le procedure in questione prevedano (i) la raccolta di informazioni sugli obiettivi aziendali del cliente inerenti a tematiche climatiche ed ambientali; (ii) la valutazione della conformità dei progetti di finanziamento dei clienti con i progetti o le attività sostenibili dal punto di vista ambientale ed 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

---

<sup>5</sup> In arg., si v. J. DALY, C.G. BOIES e E. AGHEDO, *ESG and sustainability-linked provisions in U.S. credit agreements*, *The Banking Law Journal*, 2023, 194 ss.; R. CARRIZOSA e A. GHOSH, *Sustainability-linked loan contracting*, 15 agosto 2023, in [www.papers.ssr.com](http://www.papers.ssr.com); R.C. BREARS, *Financing nature-based solutions. Exploring public, private, and blended finance models and case studies*, Londra, 2022, 105 ss. e spec. 120 ss.; C. MYERS e J.T. CZARNEZKI, *Sustainable business law? The key role of corporate governance and finance*, in *Environmental Law*, 2022, 1031 s.; M. LOUMIOTI e G. SERAFEIM, *The issuance and design of sustainability-linked loans*, Harvard Business School Working Paper 23-027, novembre 2022, in [www.hbs.edu](http://www.hbs.edu); H. WORTHINGTON e V. JUDD, *Can the sustainability linked loan deliver lasting change?*, in *The Banking Law Journal*, 2021, 103 ss.; D. SCHOENMAKER e W. SCHRAMADE, *Principles of sustainable finance*, Oxford, 2019, pp. 282 ss.; e C. MCGARRY, M. BARK-JONES e M. HAUMAN, *Green loans pave the way for green CLOs and green RMBs*, in *The Banking Law Journal*, 2018, 177 ss.

<sup>6</sup> Il riferimento è ai principi e alle linee guida elaborati dalle associazioni di categoria nordamericana, inglese e del sud-est asiatico: si v. LOAN SYNDICATIONS AND TRADING ASSOCIATION, LOAN MARKET ASSOCIATION e ASIA PACIFIC LOAN MARKET ASSOCIATION, *Sustainability-Linked Loan Principles*, 22 febbraio 2023; IDD., *Guidance on Sustainability-Linked Loan Principles*, 22 febbraio 2023; IDD., *Green Loan Principles*, 22 febbraio 2023; IDD., *Guidance on Green Loan Principles*, 22 febbraio 2023; IDD., *Social Loan Principles*, 22 febbraio 2023; IDD., *Guidance on Social Loan Principles*, 22 febbraio 2023; tutti consultabili in [www.lsta.org](http://www.lsta.org).

*green*; e, infine, (iv) il monitoraggio, su base regolare, della corretta destinazione dei proventi<sup>7</sup>.

Peraltro, se guardiamo ancora agli Orientamenti citati, ci accorgiamo di come l'accezione tradizionale di "sostenibilità" del prestito non sia stata del tutto soppiantata da quella nuova della quale si è appena detto: anzi, le due sembrano convivere ed essere complementari. Più precisamente, i fattori ESG non rappresentano solamente una serie di obiettivi da perseguire ma anche rischi capaci di pregiudicare il rimborso del finanziamento e, infatti, l'Autorità Bancaria Europea suggerisce agli enti creditizi di tenere conto dei rischi associati ai fattori ESG, sia nella valutazione del merito creditizio di chi richiede un prestito sia nella valutazione delle garanzie eventualmente offerte<sup>8</sup>. In questo senso, peraltro, è orientato anche il legislatore comunitario alla luce della recente proposta di modifica alla *Capital Requirements Directive* presentata dalla Commissione Europea nel 2021<sup>9</sup>, dove si richiede alle Autorità di vigilanza di assicurare «che gli enti dispongano, nell'ambito dei loro solidi dispositivi di *governance*, ivi compreso il quadro di gestione dei rischi [...], 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»<sup>10</sup>. Tali rischi, poi,

---

<sup>7</sup> In tal senso, AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, 29 maggio 2020, ABE/GL/2020/06, par. 58, in [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu).

<sup>8</sup> Si v. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, cit., par. 57 e 208. Si v. anche gli orientamenti specifici sul punto per i prestiti alle microimprese e alle piccole imprese (parr. 126 s.) e per i prestiti alle medie e grandi imprese (parr. 146 e 149).

<sup>9</sup> Si v. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta 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/UE*, 27 ottobre 2021, COM/2021/663 final, in [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu).

<sup>10</sup> Così l'art. 87-bis, co. 1, che verrebbe introdotto nella Direttiva dalla Proposta richiamata alla nota precedente. La stessa, peraltro, andrebbe a modificare anche l'art. 76, co. 1 e 2, chiedendo agli Stati membri di assicurare «che l'organo di gestione approvi e riesamini 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

troverebbero una loro puntuale definizione attraverso una modifica del *Capital Requirements Regulation*, proposta sempre dalla Commissione Europea nel 2021<sup>11</sup>.

---

impatti attuali e a breve, medio e lungo termine di fattori ambientali, sociali e di *governance*» (co. 1), e che sempre 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*» (co. 2).

<sup>11</sup> Si v. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (UE) n. 575/2013 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*, 27 ottobre 2021, COM/2021/666 final, in [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu). La Proposta andrebbe a modificare l'art. 4 del Regolamento, aggiungendovi le definizioni (i) di "rischio ambientale, sociale o di *governance*", ossia «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) di "rischio ambientale", ossia «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»; (iii) di "rischio sociale", ossia «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»; e, infine, (iv) di "rischio di *governance*", ossia «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». Peraltro, la Proposta in questione va a precisare anche le due sfaccettature del rischio ambientale, ossia (v) il "rischio fisico", che «nell'ambito del rischio ambientale globale, [corrisponde al] rischio di perdite derivanti dagli effetti finanziari negativi per l'ente dovuti all'impatto, presente o futuro, degli effetti fisici dei fattori ambientali sulle controparti o le attività investite dell'ente»; e (vi) il "rischio di transizione", che «nell'ambito del rischio ambientale globale, [corrisponde al] 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».

Più nello specifico, prendiamo ad esempio il fattore “E”, ossia il fattore ambientale, sul quale, ad oggi, il legislatore e le Autorità di regolamentazione si sono maggiormente focalizzati: esso è rappresentativo sia di un obiettivo, e ciò emerge chiaramente già nelle prime pagine del *Green Deal* elaborato dalla Commissione nel 2019, dove leggiamo che «il settore privato sarà determinante per finanziare la transizione verde»<sup>12</sup>, sia pure di un rischio capace di incidere negativamente sull’esercizio del credito<sup>13</sup>, tant’è che, recentemente, sia la Banca Centrale Europea sia Banca d’Italia hanno elaborato delle “aspettative” rivolte agli intermediari soggetti alla loro supervisione in cui indicano quali accorgimenti essi dovrebbero adottare rispetto a questa tipologia di rischio e alla capacità dello stesso di incidere sui rischi tradizionali sottesi alla loro attività (ossia rischio di credito, rischio operativo, rischio di liquidità, *etc.*). Infatti, è facilmente intuibile come un evento climatico avverso possa incidere sull’attività di un’impresa e così comprometterne la capacità di rimborsare un finanziamento (in tal caso, il rischio climatico è concepito nella sua accezione di “rischio fisico”), così come è facile comprendere che i cambiamenti normativi tesi a promuovere il passaggio verso un’economia *green* possono estromettere dal mercato le imprese che non vi si adeguano, a scapito dei rispettivi creditori (qui il rischio climatico è concepito nella sua accezione di “rischio di transizione”)<sup>14</sup>.

Alla luce di quanto detto, è evidente come gli enti creditizi – ma il discorso vale per qualsiasi soggetto abilitato a concedere prestiti<sup>15</sup> –

---

<sup>12</sup> Così COMMISSIONE EUROPEA, *Il Green Deal Europeo*, 11 dicembre 2019, COM(2019) 640 final, par. 2.2.1, in [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu).

<sup>13</sup> A riguardo, si v. spec. le considerazioni di R. LENER e P. LUCANTONI, *op. cit.*, 17 s.

<sup>14</sup> Si v. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, novembre 2020, in [www.bankingsupervision.europa.eu](http://www.bankingsupervision.europa.eu); e BANCA D’ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, aprile 2022, in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it). Sulla portata di tali “aspettative”, si v. spec. le considerazioni di F. RIGANTI, *Climate change e vigilanza prudenziale: questione di (semplici) “aspettative”?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, 1252 ss.; e R. CALDERAZZI, *op. cit.*, 178 ss.

<sup>15</sup> Ed infatti le Aspettative di Banca d’Italia citate alla nota precedente sono rivolte non solo alle banche soggette alla supervisione dell’Autorità (quindi, le banche italiane cc.dd. “*less significant*”) ma anche a istituti di pagamento, emittenti di moneta elettronica, intermediari finanziari di cui all’art. 106 del Testo Unico Bancario, *etc.*

debbano adeguare le proprie politiche creditizie per incorporare anche queste nuove tipologie di rischio sia nella valutazione del merito creditizio svolta prima della concessione di un prestito, sia in sede di monitoraggio dell'esposizione eventualmente generata<sup>16</sup>. Orbene, nelle pagine che seguiranno proveremo a capire se e come i *loan covenant* possano rivelarsi uno strumento utile a tale scopo, ossia al monitoraggio e al contenimento dei rischi connessi ai fattori ESG, così come al perseguimento degli obiettivi legati a tali fattori<sup>17</sup>.

## 2. Gli ESG covenant

Negli anni, la prassi – specialmente quella bancaria – ha elaborato diverse tipologie di *loan covenant* (di seguito, per ragioni di sintesi espositiva, ci riferiremo ad essi anche solo come *covenant*): una prima macro-distinzione si ha tra *positive* e *negative covenant*, i quali vanno a costituire in capo all'impresa finanziata rispettivamente obblighi di *facere* e *non facere*. All'interno di queste categorie, poi, possiamo individuare pattuizioni dal contenuto più o meno ricorrente all'interno dei contratti di finanziamento, come, a titolo esemplificativo, gli *informative covenant*, che impegnano l'impresa a trasmettere determinate informazioni al finanziatore, i *financial covenant*, che le impongono di rispettare determinati parametri patrimoniali e finanziari, i *maintenance covenant*, che le vietano di compiere atti dispositivi di determinati beni o talune operazioni straordinarie, i *preservation of existence covenant*, che le proibiscono di cessare la propria attività, i *change of control covenant*, volti ad impedire modifiche negli assetti proprietari dell'impresa, *etc.*<sup>18</sup>. Ovviamente, alla violazione da parte

<sup>16</sup> In arg., si v. spec. M. SEMERARO, *op. cit.*, 263 s.; e R. CALDERAZZI, *op. cit.*, 180 ss. Sia consentito rinviare altresì a quanto scritto in E. CECCHINATO, *Note sulla disciplina della verifica del merito creditizio: per una sua rilettura alla luce della buona fede precontrattuale*, in *questa Rivista*, 2023, II, 475 s. e spec. nt. 56.

<sup>17</sup> Spunti di riflessione in tal senso sono stati avanzati anche da G. SCHNEIDER, *Prevenzione della crisi d'impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile*, cit., 367 ss.; G. BARBARA, *op. cit.*, 54; e A. CHILOIRO, *op. cit.*, 268. In arg., si v. anche J. DALY, C.G. BOIES e E. AGHEDO, *op. cit.*, 194 ss.; e C. CARNEVALE e D. DRAGO, *I rischi ESG e il costo del debito bancario: cosa conosciamo e cosa non conosciamo*, in *Banca impr. soc.*, 2023, 265 s.

<sup>18</sup> L'elenco, ovviamente, non è esaustivo ma meramente esemplificativo: per ulteriori esempi, sia consentito rinviare agli scritti citati *supra* nt. 1.

dell'impresa degli obblighi così assunti può seguire una reazione del finanziatore, anch'essa solitamente disciplinata dal contratto: ad es., può essergli attribuito il diritto di risolvere il contratto, di richiedere garanzie ulteriori, o di rinegoziarne i termini, ad es., aumentando il costo del credito, diminuendo l'importo del fido se trattasi di apertura di credito, riscadenzando le rate, *etc.* Questo a discrezione del finanziatore, che potrà anche soprassedere alla violazione del *covenant*, tacitamente o rilasciando all'impresa una dichiarazione di rinuncia all'esercizio del proprio diritto (c.d. "*waiver*").

Orbene, alcune delle tipologie di *covenant* appena richiamate possono essere proficuamente impiegate con riferimento ai fattori ESG e, a riguardo, si potrebbe parlare di "*ESG covenant*"<sup>19</sup>. Alla luce di quanto detto al paragrafo precedente, occorre tuttavia precisare che questa espressione è capace di individuare *covenant* con finalità sensibilmente diverse tra loro: infatti, potremmo avere (a) *covenant* il cui obiettivo sia esclusivamente quello di perseguire obiettivi ESG; (b) altri che mirano solamente a monitorare e contenere i rischi ESG; e, infine, (c) altri ancora che assolvono ad entrambe le funzioni appena delineate. Ciò premesso, se la *ratio* dei *covenant* finalizzati a contenere i rischi ESG è chiara (ossia, assicurare il rimborso del prestito), lo stesso non può dirsi con riferimento a quei *covenant* il cui unico obiettivo sia solamente quello di perseguire obiettivi ESG (si pensi, ad es., ad un *social loan* in cui, a fronte del credito erogato, si chiede all'impresa finanziata di incrementare la percentuale di dipendenti disabili)<sup>20</sup>. Ad avviso di chi scrive, le ragioni potrebbero essere diverse e riconducibili sia all'etica, nel caso in cui il finanziatore aderisca convintamente ai

---

<sup>19</sup> Invero, tale espressione non è nuova e può essere già rinvenuta nel progetto lanciato da un gruppo di intermediari (tra cui BlackRock, Allianz Global Investors e Aviva Investors) impegnati a redigere un "*ESG covenant package*" volto ad assicurare un approccio uniforme dell'industria creditizia alla redazione di questo genere di clausole. A riguardo, si v. l'informativa "*Feedback welcomed on new ESG covenant package*" pubblicata il 28 aprile 2022 sul sito *web* della Global Infrastructure Investor Association ([www.giia.net](http://www.giia.net)). Si v. anche S. KWONG, *Investing with 'carrots' and 'sticks': generating maximum impact through ESG-linked loans and ESG covenants*, The London Institute for Banking & Finance – Centre for Sustainable Finance, White Paper 1/21, 2021, in [www.libf.ac.uk](http://www.libf.ac.uk).

<sup>20</sup> L'esempio è tratto dal *Finanziamento Futuro Sociale* proposto da UNICREDIT (in [www.unicredit.it](http://www.unicredit.it)), su cui torneremo *infra* nt. 39.



valori sottesi all'acronimo ESG<sup>21</sup>, sia al mero utilitarismo, nel caso in cui l'adesione dell'ente a detti valori altro non sia che una semplice operazione di *marketing* volta a migliorare la propria reputazione sul mercato, considerata la sensibilità collettiva verso tali tematiche<sup>22</sup>. Questo miglioramento reputazionale, oltre al procacciamento di nuovi clienti, può essere finalizzato anche alla raccolta di capitali privati laddove il finanziatore sia un emittente di valori mobiliari: infatti, nella prestazione di servizi di consulenza e gestione di portafogli, gli intermediari sono tenuti a raccogliere informazioni sufficienti per comprendere se l'operazione da raccomandare o realizzare «corrisponde agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio e le sue eventuali preferenze di sostenibilità»<sup>23</sup>. Orbene, promuovendo obiettivi legati ai fattori ESG, il finanziatore potrebbe divenire esso stesso soggetto “sostenibile”<sup>24</sup> e, così, oggetto

---

<sup>21</sup> Sia qui consentito solamente accennare al complesso rapporto che intercorre tra etica e finanza e al dibattito intorno alla portata dell'art. 111-bis del Testo Unico Bancario sugli operatori bancari di finanza etica e sostenibile. Pertanto, per un maggiore approfondimento sul punto, si rinvia a quanto scritto da M. CARLIZZI, *Etica e impresa bancaria: riflessioni critiche sull'art. 111-bis TUB*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, II, 51 ss.; 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 *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, I, 188 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI e E. MACCHIAVELLO, sub art. 111-bis, in *Comm. t.u.b. Capriglione*, t. II, Padova, 4<sup>a</sup> ed., 2018, 1643 ss.; R. COSTI, *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, I, 165 ss.; F. BELLÌ, *Finanza etica: una riflessione*, in *Dir. banc. fin.*, 2007, I, 3 ss.; e già da F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza e finanza etica*, Bari, 1997, *passim*.

<sup>22</sup> In tal senso, si v. spec. le riflessioni di V. BEVIVINO, *L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni*, cit., 489 e nt. 16, dove richiama l'indagine empirica sull'utilizzo da parte di diverse banche dei fattori ESG a fini reputazionali condotta da H.Z. KHAN, S. BOSE, A. MOLLIK e H. HARUN, “Green washing” or “authentic effort”? An empirical investigation of the quality of sustainability reporting by banks, in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2021, 338 ss.

<sup>23</sup> Così, con enfasi di chi scrive, l'art. 54, co. 2, del Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione. In senso analogo, peraltro, dispone l'art. 9 del Regolamento delegato (UE) 2017/2359 in materia di consulenza sui prodotti di investimento assicurativi. Sul tema, si v. spec. M. ARRIGONI, *op. cit.*, 261 ss.

<sup>24</sup> Fermo restando che il legislatore comunitario non è mancato di intervenire sul punto andando a precisare nel dettaglio quali caratteristiche un investimento deve presentare per essere considerato sostenibile ai fini delle preferenze di sostenibilità di

d'investimento interessante per un mercato sempre più sensibile a queste tematiche<sup>25</sup>.

Peraltro, non è da escludersi che, in un prossimo futuro, questi *covenant* possano essere inseriti nei contratti anche per ottenere determinati benefici in termini di requisiti patrimoniali, nel caso in cui il finanziatore sia un ente creditizio: basti pensare che l'art. 501-*quater* del *Capital Requirements Regulation* delega l'Autorità Bancaria Europea a valutare, presentando una relazione alla Commissione, al Consiglio e al Parlamento entro il 28 giugno 2025, se riservare un trattamento prudenziale speciale alle esposizioni relative ad obiettivi ambientali o sociali<sup>26</sup>. Non è detto, però, che tale trattamento sarà concepito in termini di maggiore flessibilità per stimolare i prestiti di questo tipo. È infatti possibile che l'Autorità Bancaria Europea suggerisca un trattamento più rigoroso di queste esposizioni laddove si abbia evidenza che presentino un grado di rischio elevato<sup>27</sup>.

---

cui si discute: ad es., per essere classificato come “ecosostenibile” un investimento deve soddisfare i requisiti previsti dal Regolamento (UE) 2020/852.

<sup>25</sup> Con riferimento al mercato italiano, si v. D. COSTA, M. GENTILE e N. LINCiano, *Interesse verso gli investimenti sostenibili. Un esercizio di caratterizzazione degli investitori italiani sulla base delle indagini CONSOB*, Quaderno di Finanza Sostenibile n. 3, novembre 2022, *passim*, in [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>26</sup> Così dispone l'art. 501-*quater* del *Capital Requirements Regulation*: «L'ABE, previa consultazione del CERS, valuta, sulla base dei dati disponibili e delle conclusioni del gruppo di esperti ad alto livello della Commissione sulla finanza sostenibile, se sia giustificato un trattamento prudenziale dedicato delle esposizioni relative ad attivi, tra cui le cartolarizzazioni, o ad attività sostanzialmente associate a obiettivi ambientali e/o sociali. In particolare, l'ABE esamina: (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».

<sup>27</sup> In argomento, si v. il *discussion paper* pubblicato dall'Autorità Bancaria Europea sull'integrazione del rischio ambientale nel panorama normativo prudenziale: AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *The role of environmental risks in the*

Ciò premesso, procediamo con l'approfondire come le tradizionali categorie di *covenant*, a cominciare da quelli informativi, possono essere orientate verso i fattori ESG e quali sono le principali criticità a riguardo.

### 2.1. I fattori ESG negli informative covenant...

Come suggerisce il nome, gli *informative covenant* sono utilizzati dagli enti creditizi per acquisire determinate informazioni relative alle imprese finanziate. Infatti, questo genere di clausole solitamente impegna l'impresa a comunicare, periodicamente o all'occorrenza, diversi tipi di informazioni: ad es., attengono all'informativa periodica la trasmissione dei bilanci annuali ed intermedi, dei dati sul fatturato e sulla produzione, *etc.* Sempre attraverso gli *informative covenant*, inoltre, è solitamente imposto all'impresa di dare notizia al finanziatore di determinati eventi di particolare rilievo, come un mutamento nella sua compagine sociale, la perdita di personale che riveste funzioni chiave, l'avvio di una procedura sanzionatoria da parte della pubblica Autorità, *etc.* Così delineati, gli *informative covenant* altro non sono che la positivizzazione contrattuale dell'obbligo di informare la propria controparte di quelle circostanze per la stessa rilevanti e da essa ignorate senza colpa, obbligo già ricavabile dal dettato di cui all'art. 1375 c.c. e, quindi, dalla buona fede contrattuale<sup>28</sup>: gli *informative covenant* individuano puntualmente il contenuto di questo obbligo informativo e, così, riducono le asimmetrie informative tra le parti nel corso del rapporto istaurato, a beneficio del finanziatore<sup>29</sup>.

---

*prudential framework. Discussion paper*, EBA/DP/2022/02, 2 maggio 2020, in [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu).

<sup>28</sup> Obbligo di informativa elaborato dalla letteratura sulla scorta della buona fede di cui all'art. 1337 c.c. e, quindi, intorno alla fase delle trattative, ma esistente, *mutatis mutandis* anche nella fase esecutiva del rapporto eventualmente istaurato, in ragione di quanto previsto dall'art. 1375 c.c.: in arg., si v. spec. M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, 359 ss.; nonché C.M. BIANCA, *Diritto civile*, vol. III, Milano, 2<sup>a</sup> ed., 2000, 163 ss.; P. GALLO, *Asimmetrie informative e doveri di informazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, I, 641 ss.; V. ROPPO, *Il contratto*, Milano, 2<sup>a</sup> ed., 2011, 169 ss.; e F. PIRAINO, *La buona fede in senso oggettivo*, Torino, 2015, 317 ss.

<sup>29</sup> Come evidenziato da G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, cit., 350 ss. e spec. nt 13, «è una specie di asimmetria informativa del

Spostandoci dalla prospettiva del diritto civile a quella del diritto bancario e, in particolare, della regolamentazione prudenziale, gli *informative covenant* assolvono chiaramente all'obiettivo di "monitorare" l'esposizione, per utilizzare il linguaggio delle Autorità di settore: infatti, come precisato dall'Autorità Bancaria Europea, «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»<sup>30</sup>. Ciò premesso, si può facilmente immaginare come questo genere di clausole possano essere utilmente impiegate per la trasmissione di informazioni relative alle tematiche di nostro interesse<sup>31</sup>: ad es., l'impresa finanziata potrebbe essere obbligata a trasmettere periodicamente i dati sulle emissioni di agenti inquinanti, o quelli sulla parità salariale tra generi, a comunicare tempestivamente il verificarsi di eventi atmosferici avversi, *etc.*<sup>32</sup>. L'obiettivo perseguito dal finanziatore può essere sia quello di assicurarsi che la propria controparte persegua attivamente gli obiettivi di sostenibilità

---

tutto singolare, in quanto di segno completamente opposto rispetto a quella normalmente oggetto di attenzioni da parte della dottrina civilistica, la quale si occupa prevalentemente della condizione di debolezza informativa soggettiva che affligge il consumatore nei confronti della controparte professionale».

<sup>30</sup> Così AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, cit., parr. 240 ss.

<sup>31</sup> Sul punto, si v. V. BEVIVINO, *L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni*, cit., 490 s., dove osserva che i *sustainability-linked loan* «richiedono comunque obblighi di rendicontazione, in questo modo aumentando la trasparenza, che dovrebbe garantire forme di controllo del mercato e quindi ridurre gli incentivi per forme di *greenwashing*».

<sup>32</sup> Peraltro, la prassi del settore evidenzia come in alcuni contratti di finanziamento siano previste "comunicazioni ESG" che coinvolgono terze parti. Più precisamente, l'impresa finanziata si impegna a trasmettere un parere di un terzo indipendente che certifichi la sussistenza di determinati requisiti in capo all'impresa finanziata o alle garanzie dalla stessa prestate: si pensi, ad es., ad un parere reso sulla classe energetica degli immobili dati in garanzia, o sullo stato idrogeologico del territorio in cui sono ubicati. Questo è anche un modo per spostare sul cliente i costi di una attività di monitoraggio che, altrimenti, sarebbe particolarmente complessa e onerosa: a riguardo, infatti, l'Autorità di vigilanza suggeriscono agli enti di utilizzare *heat map* e strumenti simili (si v. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, cit., parr. 127 e 149).

eventualmente individuati nel contratto di finanziamento<sup>33</sup>, sia – soprattutto – quello tradizionale di monitorarne l'esposizione ai rischi connessi ai fattori ESG.

Tuttavia, va rilevato come la gestione di un simile flusso informativo richiede all'impresa finanziata la predisposizione di un apparato organizzativo particolarmente sofisticato, sia con riferimento alla momento della raccolta dei dati sia con riferimento a quelli successivi della loro elaborazione e trasmissione: se da un lato, le imprese sono abituate a monitorare i propri dati patrimoniali e finanziari, così come quelli relativi alla produzione; meno abituate sono al monitoraggio di dati inerenti ai fattori ESG<sup>34</sup>. Pertanto, l'apposizione di clausole di questo tipo potrebbe aumentare, pur non direttamente, l'onerosità del finanziamento<sup>35</sup> e sottrarre all'impresa risorse preziose per la propria attività, portandola a canalizzarle nell'attività di *compliance* rispetto a tali obblighi di informativa. A quanto detto si aggiunga che tali clausole, se applicate in via standardizzata ed indiscriminata, potrebbero tradursi in un limite per le imprese di piccole e medie dimensioni ad accedere al credito in quanto carenti di risorse sufficienti a predisporre un apparato organizzativo quale quello appena descritto (a tacer del fatto che, molto spesso, nelle realtà imprenditoriali più piccole manca una vera e propria educazione sulla sostenibilità così come una cultura dei rischi ESG)<sup>36</sup>.

---

<sup>33</sup> Si. v. quanto detto *supra* par. 1 con riferimento agli Orientamenti dell'Autorità Bancaria Europea in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti e, in particolare, le raccomandazioni sui prestiti sostenibili da un punto di vista ambientale rivolti alle imprese (AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, cit., par. 58).

<sup>34</sup> Ed infatti i principali interventi normativi volti a sensibilizzare le imprese – specie quelle di maggiori dimensioni – verso queste tematiche sono di recente emanazione, come la *Corporate Sustainability Reporting Directive* del 2022, o ancora *in fieri*, come la proposta relativa alla *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*: si v. 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, COM/2022/71 final, in [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu).

<sup>35</sup> Sul tema, si v. anche i risultati della ricerca condotta da C. CARNEVALE e D. DRAGO, *op. cit.*, 235 ss.

<sup>36</sup> Invero, alcuni intermediari si stanno muovendo nell'ottica di supportare le imprese in questa "transizione" verso una finanza ESG: interessante, a riguardo, è l'esempio dato dal servizio *ESG Circle* offerto da CHERRY BANK (in [www.cherrybank.it](http://www.cherrybank.it)), che vede l'intermediario offrire un prestito teso a promuovere

## 2.2. ... e nei positive, negative e financial covenant

Le informazioni ottenute attraverso gli *informative covenant* possono rivelare una situazione di crisi dell'impresa o far presagire un deterioramento dell'esposizione, o, ancora, con riferimento alle tematiche che qui ci interessano, il mancato perseguimento da parte dell'impresa finanziata degli obiettivi ESG concordati o un acuirsi del rischio ambientale, sociale o di *governance*. Orbene, è verosimile che il finanziatore reagisca rispetto alle criticità riscontrate e, come si è detto in precedenza, sarà già il contratto di finanziamento ad indicare quali azioni potrà compiere: ad esempio, la risoluzione del contratto, la rinegoziazione di alcune clausole, la dazione di garanzie ulteriori da parte dell'impresa, l'applicazione di moratorie, *etc.* Ciò premesso, va tuttavia precisato che la rilevazione delle criticità di cui s'è detto non è rimessa al libero apprezzamento delle parti ma è data dalla violazione di *negative* o *positive covenant*, ossia di specifici obblighi di *facere* o *non facere* che l'impresa finanziata si era impegnata ad adempiere<sup>37</sup>.

Tradizionalmente, i *negative covenant* mirano a vietare all'impresa di distribuire utili, di compiere determinati atti dispositivi del patrimonio sociale, *etc.* Si tratta, in buona sostanza, di obbligazioni negative aventi la funzione di preservare la garanzia patrimoniale generica (ma anche le garanzie reali eventualmente offerte, ove prese in considerazione dal *covenant*): di qui, la dottrina ha spesso qualificato questi *covenant* come "garanzie negative"<sup>38</sup>. Orbene, ai fini che qui ci occupano, questo genere di *covenant* può essere proficuamente impiegato per sensibilizzare l'impresa alle tematiche ambientali e sociali, così come al buon governo societario, impegnandola, ad esempio, a non superare una certa soglia di emissioni di agenti inquinanti, a non dar luogo a discriminazioni salariali tra lavoratori, a

---

obiettivi ESG e assicurare all'impresa finanziata due verifiche gratuite, a distanza di un anno l'uno dall'altro, sul loro grado di sostenibilità.

<sup>37</sup> Peraltro, va segnalato che il contratto di finanziamento potrebbe "sanzionare" anche la violazione degli stessi *informative covenant* e, quindi, l'inadempimento degli obblighi informativi ad essi sottesi.

<sup>38</sup> Si v. spec. G. PIEPOLI, *Le garanzie negative*, loc. ult. cit.; e A. DAVOLA, *op. loc. ult. cit.* Sulle obbligazioni negative, peraltro, si v. già gli studi di L. COVIELLO JR., *L'obbligazione negativa. Contributo alla teoria delle obbligazioni*, vol. I, Napoli, 1931, 47 ss. e vol. II, Napoli, 1934, *passim*.

non intrattenere rapporti commerciali con imprese operanti in settori controversi o che non rispettano determinati standard ambientali e sociali, *etc.*

La migliore letteratura ha rilevato come i *negative covenant* siano generalmente più diffusi dei *positive covenant* in ragione del timore del finanziatore di esercitare attività di direzione e coordinamento sull'impresa finanziata<sup>39</sup>, con tutte le problematiche che ne conseguono e sulle quali torneremo meglio al paragrafo seguente. Orbene, con riferimento alle tematiche di nostro interesse, invece, si può assistere ad una tendenza di segno opposto, ossia ad una certa diffusione dei *positive covenant*, i quali, come è facilmente intuibile, impegnano l'impresa finanziata a perseguire uno o più obiettivi ESG o a contenere i relativi rischi. Ad esempio, se prendiamo in considerazione i *social loan*, assistiamo a clausole che impegnando l'impresa finanziata ad intraprendere determinate iniziative di *welfare* aziendale per migliorare il benessere dei propri dipendenti e ad assumere soggetti fragili<sup>40</sup>, obblighi il cui assolvimento può essere verificato anche attraverso il conseguimento da parte dell'impresa finanziata di certificazioni ISO<sup>41</sup>.

<sup>39</sup> In tal senso, si v. spec. M. MOZZARELLI, *op. cit.*, 14 ss.

<sup>40</sup> Ad es., se guardiamo al *Finanziamento Futuro Sociale* proposto da UNICREDIT (in [www.unicredit.it](http://www.unicredit.it)), vediamo come tra i diversi obiettivi che possono essere perseguiti dall'impresa finanziata ve ne siano di afferenti al benessere dei dipendenti (impiego di risorse per la realizzazione di programmi e *benefit* dedicati al *welfare* aziendale per i dipendenti, aumento dell'indice di soddisfazione dei dipendenti, riduzione del numero di infortuni sul lavoro per dipendente, incremento delle ore di formazione all'anno per dipendente sui temi ESG), al tema della diversità e dell'inclusione (incremento della percentuale di dipendenti disabili e/o appartenenti a categorie protette, incremento della percentuale delle nomine a quadro direttivo e a dirigente dei dipendenti di genere femminile, uguaglianza di genere nell'organo amministrativo), di inerenti i giovani e il sostegno alla comunità locale (realizzazione di attività di sostegno alla comunità tramite donazioni ad organizzazioni *non profit*, avviamento lavorativo di giovani, assunzioni di giovani, iniziative per la sensibilizzazione sulla sostenibilità), *etc.* Orbene, il finanziamento in questione, che ha una durata compresa tra due e dieci anni, prevede una riduzione del tasso d'interesse applicabile laddove l'impresa si impegni a perseguire e a raggiungere almeno due degli obiettivi appena elencati.

<sup>41</sup> Ad es., guardando al *Finanziamento Futuro Sociale* proposto da UNICREDIT e già richiamato alla nota precedente, rilevano le seguenti certificazioni: ISO 45001:2018 sui sistemi di 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.* Tali certificazioni, in quanto rilasciate da un soggetto

Se prendiamo ad esempio i *green loan*, assistiamo a clausole che impegnano l'impresa ad un efficientamento energetico dei propri impianti<sup>42</sup>.

Peraltro, sia i *positive* sia i *negative covenant* appena descritti possono essere strutturati nella medesima logica di un *financial covenant*, ossia attraverso l'individuazione di parametri quantitativi precisi: orbene, se da un lato i *financial covenant* tradizionali impongono all'impresa finanziata di rispettare determinate *ratio* patrimoniali e finanziarie<sup>43</sup> (ad esempio, fissando una soglia per il rapporto tra indebitamento ed EBITDA), dall'altro gli *ESG covenant* potrebbero prendere in considerazione parametri ambientali e sociali (ad esempio, fissando un rapporto tra forza lavoro maschile e forza lavoro femminile prossimo alla parità). Com'è facilmente intuibile, trattandosi di parametri quantitativi, la loro violazione potrà essere rilevata con maggiore certezza e costituirà un "campanello d'allarme" efficace sull'andamento critico dell'esposizione<sup>44</sup>, perché l'impresa non sta perseguendo gli obiettivi ESG prefissati o perché è incrementata la sua esposizione ai rischi in questione.

Ciò premesso, va rilevato come i *covenant* appena delineati presentino diverse criticità. In primo luogo, riemerge il problema

---

terzo, sono più idonee ad assicurare il perseguimento degli obiettivi fissati dal *covenant* da parte dell'impresa finanziata rispetto ad una autodichiarazione della medesima, e meno costose per il finanziatore di un accertamento condotto da esso stesso.

<sup>42</sup> È il caso, ad es., dei *Finanziamenti a medio lungo termine Energia Impresa* proposti da INTESA SANPAOLO (in [www.intesasanpaolo.com](http://www.intesasanpaolo.com)), i quali sono destinati (i) al comparto delle energie rinnovabili (fotovoltaico, eolico, idroelettrico e gas di depurazione); (ii) a quello del biometano; e del (iii) biogas; nonché, come anticipato, (iv) ad interventi di efficientamento energetico.

<sup>43</sup> Come evidenziato da U. PATRONI GRIFFI, *op. cit.*, 602, l'obiettivo di questi *covenant* è chiaramente quello di "congelare" il profilo di rischio dell'impresa.

<sup>44</sup> O – per usare le parole delle Autorità di vigilanza – un "indicatore di allerta precoce" del deterioramento dell'esposizione, rendendo necessario un intervento del finanziatore. Il riferimento è agli "indicatori di allerta precoce" di cui all'allegato 4 delle Linee guida della Banca Centrale Europea sui crediti deteriorati: BANCA CENTRALE EUROPEA, *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)*, marzo 2017, in [www.bankingsupervision.europa.eu](http://www.bankingsupervision.europa.eu). Più precisamente, al ricorrere di un evento rientrante tra gli indicatori in questione, gli enti dovrebbero valutare l'applicazione di misure di tolleranza per scongiurare il deterioramento dell'esposizione: sul punto torneremo al successivo par. 4.



dell'appesantimento del testo contrattuale e della conseguente attività di *compliance* che l'impresa è chiamata a porre in essere. A riguardo, ci siamo già soffermati al paragrafo precedente, sicché possono valere le medesime conclusioni formulate con riferimento agli *informative covenant*: v'è il rischio che le piccole e medie imprese si trovino di fronte ad una barriera insuperabile per accedere al credito in quanto carenti di assetti organizzativi tali da consentire loro di rispettare gli impegni contrattuali in questione.

Altro profilo problematico è dato dalla possibilità che alcuni *covenant* orientati verso i fattori ESG si traducano in mere clausole di stile – od operazioni di *marketing*, per riprendere quanto detto al paragrafo 2 – in quanto alla loro violazione potrebbe non seguire alcuna reazione da parte del finanziatore. Non ci si riferisce tanto ai *covenant* tesi a monitorare e contenere i rischi ESG ma a quelli volti solamente a perseguire obiettivi ambientali e sociali: se la loro violazione non ha ricadute sul rientro dell'esposizione, verosimilmente il finanziatore soprassiederà alla loro violazione, tacitamente o rilasciando un *waiver*. Un esempio può essere utile a chiarire questa osservazione: si pensi ad un *covenant* che impegni l'impresa finanziata ad assicurare l'assunzione di un certo numero di dipendenti di genere femminile per perseguire la parità di genere. 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. Al più il finanziatore potrebbe sfruttare l'occasione per azionare un aumento del costo del credito, ma ciò potrebbe rivelarsi un'arma a doppio taglio e compromettere le capacità di rimborso della controparte. In sintesi, gli ESG *covenant* sembrano avere una qualche efficacia solo nel momento in cui vadano a presidiare i rischi tradizionali connessi all'esercizio del credito, non quando siano apposti con il semplice obiettivo di orientare in senso “etico” l'attività dell'impresa finanziata (questo a meno che il finanziatore non aderisca convintamente ai valori di cui si discute)<sup>45</sup>.

---

<sup>45</sup> Anche se, ad oggi, nell'Unione Europea, le banche “etiche” sono in netta minoranza rispetto a quelle tradizionali: infatti, ad oggi, risulta che siano solamente trentatré gli enti aderenti alla European Federation of Ethical and Alternative Banks and Financiers (in [www.febea.org](http://www.febea.org)).

### 3. Gli ESG covenant come strumento di direzione e coordinamento

Alle criticità appena descritte, se ne aggiunge una ulteriore, che merita particolare attenzione: infatti, viene da chiedersi se gli ESG covenant, per come delineati in precedenza, possano dare luogo ad una responsabilità del finanziatore per attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497 c.c.<sup>46</sup>. Com'è noto, la disposizione in questione sancisce la responsabilità delle società o degli enti che, esercitando attività di direzione e coordinamento nei confronti di altre società, agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime, arrecando così un pregiudizio ai soci della medesima con

---

<sup>46</sup> Per una panoramica sulla portata della disposizione appena richiamata, si v. C. ANGELICI, *Direzione e coordinamento: casi e questioni*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 951 ss.; N. RONDINONE, *Gruppi di società. Direzione e coordinamento*, in *Trattato delle società*, V. DONATIVI (dir. da), vol. III, Torino, 2022, 1354 ss.; E. CICCONI, *Responsabilità da direzione e coordinamento: spunti civilistici*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 1319 ss.; P. MONTALENTI, *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 111 ss.; M. VENTORUZZO, *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, in *Riv. soc.*, 2016, 363 ss.; F. GALGANO e G. SBISÀ, *Direzione e coordinamento di società. Artt. 2497-2497-septies*, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Bologna-Roma, 2ª ed., 2014, *passim*; F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, vol. IV, Padova, 2015, 859 ss.; L.A. BIANCHI, *Problemi in materia di disciplina dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Riv. soc.*, 2013, 420 ss.; G. SBISÀ, sub art. 2497, co., 1 e 2, in *Comm. alla riforma delle società diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, vol. *Direzione e coordinamento di società. Artt. 2479-2479-septies*, Milano, 2012, 3 ss.; A. VALZER, *Le responsabilità da direzione e coordinamento di società*, Torino, 2011, *passim*; P. DAL SOGLIO, sub art. 2497, in *Il nuovo diritto delle società*, A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), vol. III, Padova, 2005, 2302 ss.; G. ALPA, *La responsabilità per la direzione e il coordinamento di società. Note esegetiche sull'art. 2497 cod. civ.*, in *Nuova giur. comm.*, 2004, II, 659 ss.; A. BADINI CONFALONIERI e R. VENTURA, sub art. 2497, in *Il nuovo diritto societario*, G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO e P. MONTALENTI (dir. da), vol. III, Bologna, 2004, 2150 ss.; V. CARIELLO, sub art. 2497, in *Società di capitali. Commentario*, G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), Napoli, 2004, 1853 ss.; ID., *Primi appunti sulla c.d. responsabilità da attività di direzione e coordinamento di società*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, II, 331 ss.; ID., *Direzione e coordinamento di società e responsabilità: spunti interpretativi iniziali per una riflessione generale*, in *Riv. soc.*, 2003, 1229 ss.; R. SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 661 ss.; e P. DE BIASI, *Sull'attività di direzione e coordinamento di società*, in *Società*, 2003, 946 ss.

riferimento alla redditività ed al valore della loro partecipazione nonché ai creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio sociale. Orbene, in astratto e per come finora delineati, gli ESG *covenant* – così come i *covenant* tradizionali<sup>47</sup> – possono essere idonei a consentire al finanziatore di dirigere e coordinare l'attività dell'impresa finanziata. In concreto, però, il configurarsi della fattispecie dipenderà dal tipo di impegno assunto dall'impresa e, ovviamente, dai poteri attribuiti al finanziatore per assicurarne il rispetto e, così, esercitare una più o meno significativa *moral suasion* sull'attività della propria controparte (*moral suasion* che, com'è facilmente intuibile, sarà direttamente proporzionale all'importanza che il finanziamento ha per l'impresa).

Peraltro, affinché sia configurabile anche una responsabilità in capo al finanziatore, occorre che siano integrati gli altri requisiti previsti dall'art. 2497 c.c. Infatti, la disposizione in commento stabilisce che, affinché sussista una sua responsabilità, il finanziatore deve aver «agito nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime». Orbene, senza chiamare in causa gli interessi di matrice pubblicistica indirettamente perseguiti da questo genere di pattuizioni e

---

<sup>47</sup> Sulla responsabilità da direzione e coordinamento attraverso i *covenant* tradizionali, si v. spec. G. BARBARA, *op. cit.*, 91 ss.; M. DE POLI, *L'ingerenza dannosa della banca nell'attività della finanziata, tra "amministrazione di fatto" e "controllo" societario*, cit., *passim*; P. CUOMO, *Controllo societario da credito e diritto della crisi. Il problema del Sanierungsprivileg*, cit., 425 ss.; ID., *Il controllo societario da credito*, cit., *passim*; L. PICARDI, *op. cit.*, 139 ss.; M. MOZZARELLI, *op. cit.*, *passim* e spec. 93 ss.; E. CODAZZI, *L'ingerenza nella gestione delle società di capitali tra "atti" e "attività": profili in tema di responsabilità*, Milano, 2012, spec. 211; L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, spec. 420 s.; e R. PENNISI, *op. cit.*, 627 ss. Il problema dell'ingerenza esercitata dalla banca sull'impresa finanziata e della eventuale *lender liability* è stato ampiamente indagato anche dalla letteratura straniera: a riguardo, si v. spec. F. TUNG, *Leverage in the board room: The unsung influence of private lenders in corporate governance*, in *UCLA Law Review*, 2009, spec. 144 ss.; D.G. BAIRD e R.K. RASMUSSEN, *Private debt and the missing lever of corporate governance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2006, 1209 ss.; J.D. HYNES, *Lender liability: The dilemma of the controlling creditor*, in *Tennessee Law Review*, 1991, 635 ss.; e già M.H. DOUGLAS-HAMILTON, *Creditor liabilities resulting from improper interference with a management of a financially troubled debtor*, in *Business Lawyer*, 1975, 343 ss.

specialmente quelle tese alla promozione di obiettivi ESG (tutela ambientale, inclusione sociale, stabilità finanziaria, *etc.*)<sup>48</sup>, gli ESG *covenant* perseguono diversi interessi privatistici. Essi, infatti, rispondono ad interessi imprenditoriali del finanziatore, ossia che la somma erogata sia impiegata secondo le finalità pattuite, specie se destinata a perseguire obiettivi ESG, nonché, ovviamente, il rientro dell'esposizione e, più in generale, la conservazione della garanzia patrimoniale generica data dal patrimonio sociale (potenzialmente minacciata dai rischi ESG). Interesse, quest'ultimo, che è proprio anche degli altri creditori sociali, con la conseguenza che viene da chiedersi se l'ingerenza eventualmente esercitata dal finanziatore in forza del *covenant* possa effettivamente andare a loro danno. Nondimeno, potrebbe essere arrecato un pregiudizio ai soci ogni qual volta tale ingerenza vada a scapito della redditività della loro partecipazione<sup>49</sup>: ad esempio, si pensi al caso in cui, in forza di un *covenant* che la impegni all'efficientamento energetico dei propri impianti produttivi, l'impresa finanziata si trovi costretta a destinare tutti gli utili a tale scopo<sup>50</sup>. Guardando poi alla violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale dell'impresa finanziata, è difficile

---

<sup>48</sup> A riguardo, si v. quanto detto *infra* nt. 50.

<sup>49</sup> A riguardo, si v. spec. U. PATRONI GRIFFI, *op. cit.*, 601 s., dove osserva come, da un lato, «l'interesse del finanziatore è [...] quello di ottenere il rimborso del capitale investito e la remunerazione promessa, alla scadenza concordata», precisando, quindi che «il finanziatore si auspica una gestione conservativa dell'impresa sociale, che non metta a repentaglio l'obiettivo innanzi ricordato»; e come, dall'altro lato, «i soci hanno interesse affinché la società colga gli affari più remunerativi offerti dal mercato, anche se rischiosi».

<sup>50</sup> Ancora, si pensi ad un *covenant* in chiave *social* che impegni l'impresa ad assumere un determinato numero di dipendenti disabili: esso persegue obiettivi ESG ma non è certo che risponda ad un interesse "imprenditoriale" del finanziatore, posto che non è funzionale al monitoraggio o alla mitigazione dei rischi sottesi all'esposizione né ad un dimostrabile miglioramento delle capacità produttive del prestatore. Esso sembra perseguire interessi superindividuali e diffusi, con la conseguenza che l'ingerenza esercitata dalla banca attraverso lo stesso potrebbe uscire dal perimetro applicativo dell'art. 2497 c.c. Pertanto, è dubbio se la disposizione in commento sia applicabile anche ai casi relativi a *covenant* il cui unico scopo è quello di perseguire obiettivi ESG, data la non imprenditorialità degli interessi da essi perseguiti.

ipotizzare che tale requisito possa essere integrato<sup>51</sup> fintanto che, in forza dell'ESG *covenant*, non siano imposte all'impresa decisioni antieconomiche o tali da pregiudicarne la redditività, in quanto frutto di una logica eccessivamente conservativa (che, com'è ovvio, è propria dell'interesse imprenditoriale del finanziatore, non dell'impresa finanziata).

In sintesi, molto dipenderà dal caso concreto. Nondimeno, per evitare di integrare gli estremi dell'attività di direzione e coordinamento, il finanziatore dovrà bilanciare attentamente i propri interessi con quelli dei soci dell'impresa finanziata.

#### 4. *La reazione alla violazione del covenant: brevi cenni sulle misure di tolleranza*

Finora si è guardato alla reazione del finanziatore rispetto alla violazione di un *covenant* descrivendola come volta a perseguire un suo interesse esclusivo, ossia quello al rimborso del prestito: basti pensare alle clausole che, al ricorrere di determinate situazioni, assicurano al finanziatore il diritto di risolvere il contratto, di rinegoziarne i termini (ad es., aumentando il costo del credito o diminuendo l'importo del fido, in caso di apertura di credito) o di ottenere dall'impresa ulteriori garanzie, reali o personali. In un certo senso, attraverso queste clausole, l'incertezza operativa che accompagna le tutele codicistiche classiche (si pensi agli artt. 1186 e 2743 c.c.)<sup>52</sup> viene superata dalla puntualità delle disposizioni contrattuali: ad esempio, come si è visto, alla violazione di un *financial covenant* – quindi, di un parametro calcolato

---

<sup>51</sup> Infatti, gli ESG *covenant* – almeno quelli tesi al monitoraggio dei rischi ESG – promuovono la cultura del rischio, certamente benefica per l'impresa. Sull'importanza di una corretta percezione dei rischi connessi all'attività d'impresa, si v. in particolare F. MOLITERNI, *Crisi economico-finanziaria, assicurazione dei crediti, garanzia dello Stato e riassicurazione di ultima istanza*, in *Nuova giur. comm.*, suppl. n. 5, 2020, 54, dove richiama le parole di R. THALER e C. SUNSTEIN, *Nudge. La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni su denaro, salute, felicità*, Milano, 3<sup>a</sup> ed. 2017, 34.

<sup>52</sup> In argomento, si v. spec. le considerazioni di G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, cit., 353 s.; e D. GALLETTI, *op. cit.*, par. 2.

sulla base di precise formule matematiche – può seguire una reazione del finanziatore predeterminata dal contratto<sup>53</sup>.

Invero, non è da escludersi che il contratto possa contenere anche delle clausole volte a delineare una reazione “neutra”, della quale possono beneficiare sia il finanziatore sia l’impresa finanziata. Il riferimento è a quelle clausole che, a determinate condizioni, prevedono l’attivazione di misure di tolleranza (anche dette “misure di concessione” o “*forbearance measure*”), ossia di misure volte a prevenire il deterioramento dell’esposizione o a riportare *in bonis* un’esposizione già deteriorata<sup>54</sup>: si pensi, ad esempio, alla concessione di una moratoria, ad uno riscadenzamento delle rate del prestito, ad una riduzione del tasso di interesse applicato, *etc.*<sup>55</sup>.

---

<sup>53</sup> Peraltro, va rivelato come la predeterminazione nel contratto dei rimedi azionabili dal finanziatore abbia anche una sorta di effetto “psicologico” positivo sul debitore, stimolandolo ad adempiere diligentemente agli obblighi assunti, nel timore che all’inadempimento possa seguire una determinata reazione della controparte.

<sup>54</sup> Secondo la definizione che ne dà l’art. 47-ter del *Capital Requirements Regulation*. In argomento, si v. M. MAGGIOLINO, *La disciplina giuridica dei crediti deteriorati nella prospettiva delle banche: profili critici*, Egea, Milano, 2020, pp. 126 ss.; E. AVGOULEAS, *The EU framework dealing with non-performing exposures*, in *European Banking Union*, D. BUSCH e G. FERRARINI (a cura di), Oxford, II ed., 2020, pp. 311 ss.; A. MIGLIONICO, *The SSM and the prudential regime of non-performing loans*, in *The European Banking Union and the role of law*, G. Lo SCHIAVO (a cura di), Cheltenham, 2019, pp. 197 ss.; E. MONTANARO, *Non-performing loans and the European Union legal framework*, in *The Palgrave handbook of European Banking Union law*, M.P. CHITI e V. SANTORO (a cura di), Londra, 2019, pp. 213 ss.

<sup>55</sup> Invero, come detto alla nota precedente, la puntuale definizione di “misura di concessione” è oggi data dall’art. 47-ter del *Capital Requirements Regulation*, introdotto nel Regolamento in questione solo nel 2019: con tale espressione, «si intende una concessione accordata dall’ente al debitore il quale ha incontrato o rischia di incontrare difficoltà nel rispettare i propri impegni finanziari. La concessione, che può comportare una perdita per il prestatore, fa riferimento a una delle seguenti azioni: (a) la modifica dei termini e delle condizioni dell’obbligazione debitoria, quando la modifica non sarebbe stata concessa se il debitore non avesse incontrato difficoltà nel rispettare i propri impegni finanziari; (b) il rifinanziamento integrale o parziale dell’obbligazione debitoria, quando il rifinanziamento non sarebbe stato concesso se il debitore non avesse incontrato difficoltà nel rispettare i propri impegni finanziari». Così dispone il primo comma della disposizione citata. Il successivo secondo comma prosegue individuando alcune misure da considerare necessariamente come concessioni, in buona parte recependo gli esempi già formulati dalla Banca Centrale Europea e dal Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria anni prima: si v., infatti, BANCA CENTRALE EUROPEA, *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)*,

La questione assume particolare rilievo per quanto riguarda i rischi ESG e, in particolare modo, con riferimento al rischio fisico, il quale il più delle volte si manifesta in maniera imprevista (si pensi, ad esempio, ad un'alluvione o ad un periodo di siccità prolungata). Spesso, le ricadute del fenomeno atmosferico avverso sull'attività dell'impresa sono solo temporanee e la stessa potrebbe superarle proficuamente indirizzando le giuste risorse nella riparazione dei danni, deviandole dal rimborso del prestito<sup>56</sup>. Orbene, il contratto potrebbe diventare il luogo per regolare preventivamente questo genere di eventualità, ad esempio, prevedendo misure di moratoria o simili attivabili su semplice istanza dell'impresa finanziata o su accordo di entrambe le parti, così da assicurare la tempestività necessaria ad affrontare la situazione (tempestività che non sarebbe egualmente garantita nelle more di una rinegoziazione del prestito o di un eventuale intervento legislativo emergenziale)<sup>57</sup>.

---

cit., par. 4; e BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Guidelines. Prudential treatment of problem assets – definitions of non-performing exposures and forbearance*, 2016, par. 4, in [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>56</sup> A quanto detto, ovviamente, corrisponde un incremento del rischio di liquidità in capo alla banca: infatti, «il verificarsi di un evento climatico sfavorevole potrebbe [...] portare il cliente ad attingere ai propri depositi per finanziare le spese di riparazione e ristrutturazione, con conseguente contrazione della liquidità della banca» (così BANCA D'ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, cit., par. 4.4, tavola n. 1, s.v. "rischi di liquidità").

<sup>57</sup> A tacere delle incertezze applicative che spesso accompagnano la normativa emergenziale, come accaduto con le decretazioni d'urgenza sulle moratorie durante la pandemia da Covid-19: sul punto, si v. spec. R. LENER e A. DI CIOMMO, *Le moratorie in tempo di pandemia: superare i problemi applicativi*, in *Sistema produttivo e finanziario post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*, U. MALVAGNA e A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), Pisa, 2020, 71 ss.; L.S. LENTINI, *Moratoria dei finanziamenti bancari e criteri di maturazione degli interessi "di sospensione" nel decreto "Cura Italia": una prima lettura*, in *questa Rivista*, 2020, I, 235 ss.; e quanto scritto in E. CECCHINATO, *Il trattamento prudenziale delle esposizioni beneficiarie di moratoria, rifinanziamenti e garanzie pubbliche nel contesto della crisi da Covid-19*, in *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, 2, 2020, 97 ss.

## 5. Conclusioni

A conclusione di queste brevi riflessioni, possiamo affermare con una certa sicurezza che gli ESG *covenant* diventeranno una realtà sempre più diffusa nei contratti di finanziamento alle imprese, almeno per monitorare e contenere i rischi associati ai fattori ESG. La spinta propulsiva data dalle Autorità di settore in tale direzione – almeno per quel che concerne il rischio climatico – è evidente e non lascia agli intermediari particolari spazi di manovra, se non il tempo necessario per adeguare i propri assetti organizzativi<sup>58</sup>. Più complessa, invece, pare la diffusione – o, meglio, la concreta attuazione – di quegli ESG *covenant* che mirano esclusivamente a perseguire obiettivi di sostenibilità ambientale e sociale: questi *covenant* rischiano di trasformarsi in meri *best effort*, cui non segue alcuna reazione dell'intermediario fintanto che non peggiora il profilo di rischio della controparte. In sintesi, è auspicabile un intervento del legislatore che incentivi questo genere di prestiti (ad esempio, assistendoli con

---

<sup>58</sup> Invero, una indagine condotta nel giugno 2022 da Banca d'Italia aveva rilevato che, per quel che concerne il panorama italiano, solo una quota limitata di intermediari aveva già avviato analisi dell'impatto del rischio climatico sul portafoglio crediti, mentre una vasta percentuale di banche dichiarava di apprestarsi a farlo in un prossimo futuro (C. ANGELICO, I. FAIELLA e V. MICHELANGELI, *Il rischio climatico per le banche italiane: un aggiornamento sulla base di un'indagine campionaria*, in *Note di Stabilità Finanziaria e Vigilanza*, n. 29, giugno 2022, in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)). Nondimeno, nonostante tali evidenze, l'Autorità ha precisato, in una nota rivolta agli operatori, di attendersi «che gli organi di amministrazione delle banche approvino un appropriato piano di iniziative, volto a definire, per il prossimo triennio, un percorso di allineamento progressivo alle aspettative, declinando in modo coerente i tempi di adeguamento delle principali *policy* aziendali e dei sistemi organizzativi e gestionali». L'Autorità, poi, prosegue fissando termini alquanto stringenti (e già decorsi): «Tali piani di azione costituiranno il riferimento per il dialogo di supervisione con le [banche meno significative]. In particolare, [Banca d'Italia] continuerà ad approfondire e a monitorare lo stato di avanzamento delle iniziative adottate e pianificate dagli intermediari coinvolti nella rilevazione, per le quali, ove non si fosse già provveduto, si attende entro il 31 gennaio 2023 l'approvazione e la trasmissione alla Vigilanza del suddetto piano; in parallelo saranno avviate le interlocuzioni anche con le banche non coinvolte nell'indagine tematica, per le quali si attende la produzione del piano di iniziative entro il 31 marzo 2023» (così BANCA D'ITALIA, *Rischi climatici e ambientali. Principali evidenze di un'indagine tematica condotta dalla Banca d'Italia su un campione di banche less significant*, 10 gennaio 2023, in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)).



garanzie pubbliche)<sup>59</sup> e, soprattutto, l'osservanza degli obiettivi *ivi* fissati con misure premiali a beneficio del finanziatore (come, ad esempio, una maggiore flessibilità in termini di requisiti patrimoniali, nel caso in cui il finanziatore sia un ente creditizio).

Ovviamente, gli enti creditizi dovranno calibrare attentamente il contenuto degli ESG *covenant*, sia per non oberare le imprese di oneri di *compliance* eccessivi sia per ridurre il rischio di andare a configurare una situazione di direzione e coordinamento, possibile fonte di responsabilità laddove rechi pregiudizio ai soci dell'impresa finanziata (quanto alla redditività della loro partecipazione) o agli altri creditori sociali (quanto all'integrità del patrimonio sociale). In sintesi, anche con riferimento a quanto detto relativamente alle misure di tolleranza, sarà richiesto agli enti creditizi di bilanciare attentamente i propri interessi con quelli dell'impresa.

---

<sup>59</sup> Un esempio in tal senso è dato da quanto previsto dall'art. 64 del Decreto-Legge 16 luglio 2020, n. 76, il quale ammette una garanzia di SACE per i finanziamenti volti a sostenere «progetti tesi ad agevolare la transizione verso un'economia pulita e circolare e ad integrare i cicli produttivi con tecnologie a basse emissioni per la produzione di beni e servizi sostenibili».