

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

APRILE/GIUGNO

2023

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+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SECRETARIO DI REDAZIONE),
PAOLA LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA,
ALBERTO MACER, 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 ABBA 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.

Rivista
di Diritto Bancario | dottrina
e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

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

Prevenzione della crisi d'impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile

SOMMARIO: 1. Introduzione ed obiettivi dello studio: disciplina finanziaria e diritto della crisi al vaglio della sostenibilità – 2. Sostenibilità finanziaria e sostenibilità ESG nel quadro normativo in materia di prevenzione dei rischi d'impresa – 2.1 Rischi ESG e rischio di crisi nella catena del valore finanziario – 3. Gli assetti adeguati alla prevenzione della crisi nel contesto di mercati finanziari sostenibili: rischi ESG e continuità aziendale – 3.1 (Segue.) Le segnalazioni di anticipata emersione della crisi e l'anticipato dialogo con le banche – 4. La composizione negoziata della crisi "sostenibile" – 4.1 (Segue) Il dovere di lealtà e di sana e prudente gestione del credito in ottica ESG – 4.2 (Segue) Il ruolo dell'esperto tra "ESG-Covenants" e "ESG-NPL" – 5. Conclusioni: le questioni aperte sul rapporto tra finanza sostenibile e crisi e una considerazione finale di metodo

1. Introduzione ed obiettivi dello studio: disciplina finanziaria e diritto della crisi al vaglio della sostenibilità

Lo studio si propone di analizzare i riflessi della disciplina in materia di finanza sostenibile – e degli incentivi che questa pone in capo agli attori di mercato – sulla prevenzione e gestione della crisi d'impresa come ridisegnate dalla riforma del Codice della crisi.

In particolare, l'analisi indaga l'incidenza della transizione verso mercati finanziari sostenibili sul rapporto tra banche e imprese finanziate, a partire dalle coordinate che di questo rapporto la normativa sulla crisi traccia, in punto di i) prevenzione della crisi da parte delle imprese interessate; ii) monitoraggio degli indici di crisi da parte degli intermediari finanziari; iii) collaborazione degli stessi nell'ambito delle trattative condotte nella composizione negoziata.

La tesi che in questa sede si intende avvalorare è che l'integrazione dei fattori di sostenibilità (ad oggi, in particolare dei fattori ambientali)¹

¹ BCE, *Guidance on Climate-related and environmental risks*, novembre 2020, disponibile online all'indirizzo <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.en.pdf>; ID., *Mapping climate risk: Main findings from the EU-wide pilot exercise*, 21 maggio 2021, EBA/Rep/2021/11; ID., *2022 Climate Risk Stress Test*, luglio 2022, disponibile online all'indirizzo https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.climate_stress_test_rep

nei parametri valutativi dei rischi connessi con l'attività creditizia² sia destinata a proiettarsi sulla valutazione e finanche sulla gestione della crisi d'impresa, con possibile incidenza sugli strumenti di rilevazione e superamento della stessa.

Come dichiarato dalla Commissione europea sin dagli albori del pacchetto di misure sulla finanza ESG, la regolamentazione in materia di attività d'impresa finanziaria sostenibile, in tutte le sue varie diramazioni, risponde ad una funzione promozionale di canalizzazione delle risorse finanziarie verso obiettivi di sostenibilità³. Nelle intenzioni del legislatore europeo e dei regolatori settoriali, le nuove norme dovrebbero creare un virtuoso circolo di incentivi che assegnano, da

ort.20220708~2e3cc0999f.en.pdf. BANCA D'ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, 8 aprile 2022, disponibile online all'indirizzo <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/aspettative-di-vigilanza-sui-rischi-climatici-e-ambientali/>. Con precipuo riferimento alle PMI, ID., *Rischi climatici e ambientali. Principali evidenze di un'indagine tematica condotta dalla Banca d'Italia su un campione di banche less significant*, 24 novembre 2022, disponibile online all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/comunicazioni/com-20221123/Nota_informativa_rischi_climatici_e_ambientali.pdf. V. anche L. LAVECCHIA ET AL., *Dati e metodi per la valutazione dei rischi climatici e ambientali in Italia*, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 732, novembre 2022, disponibile online all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2022-0732/QEF_732_22.pdf. Anche il Comitato di Basilea ha fornito le sue prime indicazioni in materia di vigilanza di rischi climatici, v. BCBS, *Principles for the Effective Management and Supervision of Climate-related Financial Risks*, giugno 2022, disponibile online all'indirizzo <https://www.bis.org/bcbs/publ/d532.pdf>.

² EBA, *Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*, EBA/REP/2021/18 e v. anche ID., *Report on Incorporating ESG Risks in the Supervision of Investment Firms- Report Complementing EBA/REP/2021/18*, EBA/REP/2022/26.

³ COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione europea al Parlamento, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni- Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, 8 marzo 2018, COM/2018/097 final. V. il commento di BANCA D'ITALIA, *L'impatto del processo di attuazione dell'Action Plan sulla Finanza sostenibile- intervento di G. Siani*, 6 ottobre 2021, Roma, disponibile online all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2021/Siani_intervento_ASVIS_06102021.pdf.

ultimo, valenza reputazionale al conseguimento di elevati standard ESG⁴.

Valvola motrice di questo processo è l'attività finanziaria, destinataria, non a caso, di una serie di norme che intendono orientare le imprese finanziarie, e in particolare bancarie⁵, alla considerazione di parametri ESG⁶, ad esempio attraverso la valutazione delle preferenze di sostenibilità dei clienti⁷; che impongono obblighi di comunicazione al mercato relativi alle politiche di sostenibilità⁸ (incluse quelle relative ai portafogli di prestiti⁹) adottate dalle istituzioni finanziarie; e che infine richiedono a queste ultime di integrare i rischi di sostenibilità nel quadro prudenziale dei rischi tradizionali, quale il rischio di credito¹⁰.

⁴ È quanto messo in evidenza da V. COLAERT, *The Changing Nature of Financial Regulation: Sustainable Finance as a New EU Policy Objective*, in *Common Market Law Review*, 2022, 59, 6, 1669 ss.

⁵ EBA, *EBA Roadmap on Sustainable Finance*, dicembre 2022, EBA/REP/2022/30.

⁶ 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, 22 giugno 2020, OJ L 198/13. Cfr. anche il Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento, 2 agosto 2021, OJ L 277/1. Per una riflessione critica sulla effettività dell'emergente quadro sulla finanza sostenibile, v. M. BODELLINI-D. SINGH, *Sustainability and Finance: Utopian Oxymoron or achievable Companionship?*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2021, 10, 163 ss.

⁷ Cfr. ESMA, *Final Report, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 aprile 2023, ESMA35-43-3172.

⁸ Regolamento UE 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, 9 dicembre 2019, OJ L 317/1. Il regolamento è stato di recente affiancato dalla direttiva UE 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità, 16 dicembre 2022, OJ L 322/15 (di seguito CSRD).

⁹ Cfr. T. LOIZZO- F. SCHIMPERNA, *ESG disclosure: regulatory framework and challenges for Italian banks*, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 744, dicembre 2022, disponibile online all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2022-0744/QEF_744_22.pdf

¹⁰ EBA, *The Role of Environmental Risks in the Prudential Framework*, Discussion Paper, 2 maggio 2022, EBA/DP/2022/02; e già EBA, *Final draft*

Gli orientamenti in materia di sostenibilità delle istituzioni finanziarie sollecitati dal citato quadro regolamentare sono infine oggetto di nuove aspettative di vigilanza, che iniziano a tracciare schemi di supervisione dell'impatto delle pratiche di prestito delle banche su fattori quali le emissioni di carbonio, la tutela della biodiversità, la tutela dei diritti umani e la parità di genere¹¹. Completa la cornice degli incentivi verso un'attività finanziaria sostenibile, l'attenzione "di mercato" offerta ai profili ESG dagli investitori istituzionali¹².

Dal quadro tracciato emerge che i vari fronti della compliance, della vigilanza e di mercato convergono verso l'attribuzione al settore bancario di un ruolo centrale nel processo di transizione dei mercati, quale fonte di flussi finanziari gradati in base a parametri ESG e funzionali alla positiva realizzazione di progetti di sostenibilità¹³.

In questo contesto divengono centrali gli strumenti di valutazione dell'impatto di sostenibilità generato dall'impresa finanziata, come anche i metodi di apprezzamento della sostenibilità prospettica del modello imprenditoriale delle imprese destinatarie delle risorse erogate. A tal fine, come rilevato da Banca d'Italia, gli intermediari dovranno avviare un dialogo con le imprese affidate, beneficiando del lavoro di

implementing technical standards on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR, 24 gennaio 2022, EBA/ITS/2022/01.

¹¹ EBA, *Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*, cit., 128 ss.

¹² Cfr. OECD, *OECD Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient Finance*, disponibile online all'indirizzo <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b854a453-en/index.html?itemId=/content/component/b854a453-en>. V. i dati empirici, in senso critico, F. LOPEZ DE SILANES- J. A. MCCAHERY- P. C. PUDSCHEDL, *Institutional Investors and ESG Preferences*, ECGI Law Working Paper N° 631/2022, marzo 2022, disponibile online all'indirizzo https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/silanesetalfinal.pdf; J. A. MCCAHERY- P. C. PUDSCHEDL- M. STEINDL, *Institutional Investors, Alternative Asset Managers, and ESG Preferences*, in *EBOR*, 2022, 23, 821 ss.; G. BALP- G. STRAMPELLI, *Institutional Investor ESG Engagement: The European Experience*, in *EBOR*, 2022, 23, 869 ss.

¹³ "Gli enti creditizi e le imprese di assicurazione svolgono un ruolo fondamentale nella transizione verso un sistema economico e finanziario pienamente sostenibile e inclusivo in linea con il *Green Deal*. Essi possono esercitare una notevole influenza positiva o negativa attraverso le rispettive attività di prestito, investimento e sottoscrizione assicurativa". Così considerando 27 CSRD.

quelle che si trovano in posizione avanzata e stimolando le altre verso l'elaborazione di piani di lungo periodo¹⁴.

Sulla base di queste premesse, il presente contributo intende sondare gli effetti della disciplina in materia di finanza sostenibile sulle opzioni di *governance* ESG delle imprese finanziate, per valutare se l'elaborazione di solide strategie ESG possa divenire strumento di gestione dell'esposizione debitoria e dunque di rafforzamento, se non addirittura di recupero, della continuità aziendale in una situazione di pre-crisi; e se l'attitudine (etero-diretta dal nuovo quadro normativo) dei finanziatori e degli investitori alla valutazione dei rischi ESG possa costituire un dato meritevole di considerazione a fini di composizione della crisi.

In radice, l'indagine offre un'occasione di riflessione circa le nuove interazioni tra disciplina bancaria sostenibile e disciplina della crisi riformata.

Come è stato riaffermato di recente¹⁵, tradizionalmente, la disciplina bancaria, a partire dalla normativa sul bilancio bancario, non è volta al risanamento delle imprese debentrici in crisi, ma al minor peggioramento degli attivi delle banche. In linea generale, la cattiva qualità del credito è pregiudizievole alla banca in termini contabili e di vigilanza prudenziale¹⁶.

Se sino ad oggi, disciplina bancaria e normativa in materia di crisi si sono sviluppate lungo direttrici parallele, occorre verificare se e in che misura la nuova matrice ESG della disciplina bancaria venga a

¹⁴ Così BANCA D'ITALIA, *La recente proposta della Commissione europea di modifica delle regole prudenziali per le banche: un quadro d'insieme e una prima valutazione- Intervento di Paolo Angelini*, Roma, 19 gennaio 2022, disponibile online all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2022/Angelini_ABI_19_gennaio_2022.pdf. Sulla posizione privilegiata dal punto di vista informativo delle banche rispetto alle condizioni finanziarie delle imprese finanziate, v. l'analisi economica J.E. STIGLITZ- A. WEISS, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, in *The American Economic Review*, 1981, 71, 3, 393 ss.

¹⁵ G. PRESTI, *Le banche e la composizione negoziata della crisi*, in *Diritto della crisi*, 9 febbraio 2023.

¹⁶ Questo è l'assunto alla base delle più recenti linee guida della Commissione europea in materia di mercati secondari di NPLs. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione sugli orientamenti relativi a una procedura di vendita alle condizioni migliori di crediti deteriorati sui mercati secondari*, 21 ottobre 2022, 2022/C 405/01.

ridimensionare questa divergenza, alla luce degli interessi sottesi alle due aree di regolazione, quali il principio del prestito responsabile, da un lato¹⁷, e la continuità aziendale come funzionale alla tutela dei soci e dei creditori, dall'altro¹⁸.

Proprio in punto di interessi, giova rievocare, sotto diversa prospettiva, come la stessa disciplina della crisi abbia tradizionalmente previsto strumenti di bilanciamento tra interesse dei creditori alla massimizzazione dell'attivo e interessi di terzi¹⁹. Le prospettive di

¹⁷ Il principio è stato oggetto di definizione da parte del formante giurisprudenziale costituito, come noto, dalle pronunce di legittimità Cass. 30 giugno 2021, n. 18610, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, II, 164 ss. con nota di L. BENEDETTI, *La ridefinizione della fattispecie della concessione abusiva di credito ad opera della Cassazione*, 173 ss.; e Cass. 14 settembre 2021, n. 24725, pubblicata, insieme alla precedente, in *Giur. comm.*, 2022, II, p. 1094 ss, con nota di I. D'ANSELMO, *Due sentenze sulla concessione abusiva*, p. 1110 ss. Per un commento v. anche A.A. DOLMETTA, *Merito del credito e concessione abusiva. Dopo Cass. n. 18610/2021*, in *Rivista di Diritto bancario*, 8 Ottobre 2021 e M. IRRERA, *L'abusiva concessione di credito ovvero del dilemma del buon banchiere*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, Maggio 2022. Per il dibattito dottrinale antecedente alle pronunce richiamate, si segnalano, senza pretesa di esaustività, A. NIGRO, *La responsabilità della banca per concessione "abusiva" di credito*, in *Le operazioni bancarie*, G.B. PORTALE (a cura di), 1978, I, 243 ss.; B. INZITARI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione di credito e rottura del credito*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 2001, 265 ss.; F. DI MARZIO, *Abuso nella concessione del credito*, Napoli, ESI, 2005; L. STANGHELLINI, *Il credito "irresponsabile" alle imprese e ai privati: profili generali e tecniche di tutela*, in *Società*, 2007, 395 ss.; V. PINTO, *La responsabilità da concessione abusiva di credito fra unità e pluralità*, in *Giur. Comm.*, 2011, II, 1164 ss.; F. PACILEO, *Concessione "abusiva" di credito e "sana e prudente gestione"*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 2019, 203 ss.

¹⁸ L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, 43 ss.

¹⁹ Si ricordino già le riflessioni A. JORIO, *Le procedure concorsuali tra tutela del credito e salvaguardia dei complessi produttivi*, in *Giur. comm.*, 1994, I, 492 ss.; A. GAMBINO, *Limiti costituzionali dell'iniziativa economica nella crisi dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 1988, I, p. 487. Tra le fattispecie in cui l'obiettivo della massimizzazione dell'attivo trova il limite del soddisfacimento di interessi-altri, basti ricordare la prevalenza del diritto all'abitazione principale e al luogo di esercizio dell'attività produttiva sull'interesse ad acquisire il bene immobile alla procedura; dei diritti dei lavoratori sulla libera gestione del contratto pendente da parte del curatore; ovvero dell'interesse al corretto funzionamento del mercato concorrenziale sull'interesse dei creditori alla massimizzazione del risultato finanziario della vendita dell'azienda. Per un commento v. D'ATTORRE, *La responsabilità sociale dell'impresa insolvente*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, 60 ss. v. anche M. FABIANI, *La tutela dei diritti nelle procedure*

soluzione di questo conflitto sono state storicamente ostacolate dalla difficoltà di una *reductio ad unum* della nozione dell'interesse dei creditori²⁰.

La recente revisione dell'art. 41 Cost. ha richiamato l'urgenza di una riconsiderazione del bilanciamento tra ambiente e salute umana e iniziativa economica²¹, imponendo una rivalutazione di questi termini anche in costanza di crisi della medesima²². Il dato costituzionale costituisce pertanto ulteriore spunto normativo per vagliare l'impatto che la transizione in senso sostenibile dei mercati finanziari in generale – e dell'attività creditizia in particolare – ha su tale ponderazione di interessi, per verificare se la stessa, anziché aggravare l'assetto degli interessi in gioco, non finisca per offrirne nuove prospettive di composizione nell'ottica della generazione di un “enlightened creditor value”.

2. Sostenibilità finanziaria e sostenibilità ESG nel quadro normativo in materia di prevenzione dei rischi d'impresa

La riforma della materia della crisi ha spostato il baricentro della medesima disciplina al momento della “rilevazione anticipata” dello stato di crisi, utile al tempestivo accesso ai rimedi procedurali e al recupero della continuità aziendale. La stessa nozione di crisi,

concorsuali, in *Trattato delle procedure concorsuali*, A. JORIO - B. SASSANI (diretto da), vol. IV, Milano, 2016, 466 ss. e con un accento sulla prevalenza di interessi generali nelle procedure concorsuali, v. F. D'ALESSANDRO, *Interesse pubblico alla conservazione dell'impresa e diritti privati sul patrimonio dell'imprenditore*, in *Giur. Comm.*, 1984, I, 53 ss. e anche L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., 68 ss.; F. FIMMANÒ, *La gestione dell'impresa nell'ambito del fallimento*, in *Trattato delle procedure concorsuali- Il fallimento*, A. JORIO-B. SASSANI (diretto da), vol. III, Milano, 2016, 52.

²⁰ Cfr. M. FABIANI, *Il diritto diseguale nella concorsualità concordataria post-moderna*, in *Fallimento*, 2022, 1490-1491.

²¹ S. CERRATO, *Appunti per una “via italiana” all'ESG: l'impresa “costituzionalmente solidale” (anche alla luce dei “nuovi” artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *Analisi giur. econ.*, 2022/1, 73 ss. v. anche i sempre attuali riferimenti di M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, in *ODC*, 2013, 19-20.

²² Per una recente analisi sul rapporto di questi termini, durante la liquidazione, v. D. STANZIONE, *Liquidazione dell'attivo e interesse degli stakeholders*, Napoli, ESI, 2023, *passim*.

incentrata sul canone di probabilità²³, suggerisce l’adesione, in maniera più marcata rispetto al passato, della disciplina della crisi al principio di prevenzione dei rischi finanziari²⁴. Questa *ratio* anticipatoria si traduce in un crescendo di soluzioni esperibili, in via proporzionale al grado di squilibrio finanziario, secondo un *climax* che muove dal (riformato) istituto della composizione negoziata.

La prospettiva della prevenzione dei rischi finanziari “rinforzata” da nuovi strumenti di accompagnamento della gestione dei medesimi di cui al codice della crisi non pare scavra di riflessi in punto di prevenzione dei rischi ESG a cui guardano le normative in materia di finanza e d’impresa sostenibile.

Prime indicazioni a riguardo sono offerte dalla direttiva EU 2019/1023²⁵ che al suo considerando 16 afferma come la “la rimozione degli ostacoli alla ristrutturazione preventiva efficace dei debitori sani in difficoltà finanziarie contribuisce a ridurre al minimo le perdite di posti di lavoro e le perdite per i creditori nella catena di approvvigionamento, preserva il know-how e le competenze; di conseguenza giova all’economia in generale”. La più recente proposta di direttiva che armonizza taluni aspetti del diritto in materia di insolvenza, riprende tale principio, osservando, in relazione alla responsabilità ambientale d’impresa e al principio del “chi inquina paga”, come “un quadro più efficiente in materia di insolvenza

²³ Cfr. art. 3 commi 1 e 2 c.c.i.

²⁴ Per una valutazione in senso critico dell’approccio anticipatorio adottato dal legislatore della riforma, v. G. MEO, *La difficile via normativa al risanamento d’impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 611 ss. In senso favorevole v. invece L. STANGHELLINI, *The Pandemic as a Chance to Modernise Italian Insolvency and Restructuring Law*, in *EBOR*, 2023, <https://doi.org/10.1007/s40804-023-00287-1>.

²⁵ Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 giugno 2019, riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l’esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l’efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, e che modifica la direttiva (UE) 2017/1132 (direttiva sulla ristrutturazione e sull’insolvenza), 26 giugno 2019, OJ L 172/18. Per un recente commento v. L. BENEDETTI, *L’organo gestorio della società in crisi fra interesse dei soci e interessi altri: i principi della direttiva sui preventive restructuring frameworks e il loro recepimento negli ordinamenti nazionali*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, 1, in corso di pubblicazione. Per un’analisi sulla coerenza della riforma italiana rispetto al quadro europeo, v. A. ZORZI, *The Italian Insolvency Law Reform*, in *EBOR*, 2021, 32, 5, 935 ss.

favorirebbe un recupero complessivo più rapido ed efficace del valore dei beni e faciliterebbe quindi l'indennizzo dei crediti ambientali nei confronti di un'impresa insolvente"²⁶.

Alla luce di tali proposizioni, può dunque osservarsi come la sostenibilità finanziaria, e dunque la prevenzione dei rischi finanziari, sia prerequisito della sostenibilità ESG; e ciò perché un solido equilibrio patrimoniale è non soltanto necessario per la promozione di progetti di sostenibilità, ma anche, a monte, condizione per l'attuazione di misure di mitigazione dei rischi ESG, tramite assetti organizzativi più sensibili ad intercettare e a valutare siffatti rischi, e il reperimento delle competenze professionali necessarie.

Da diverso angolo prospettico, il rapporto tra sostenibilità ESG e sostenibilità finanziaria sembra colorarsi di ulteriori sfaccettature alla luce di alcuni orientamenti di fondo della regolazione sulla finanza sostenibile.

Oltre al fronte promozionale, infatti, l'"altra faccia" del quadro normativo in materia di finanza sostenibile predispone incentivi alla prevenzione degli "impatti avversi" ai fattori di sostenibilità generati dal funzionamento dei mercati. Ciò avviene, a partire da una lettura in chiave finanziaria dei medesimi rischi.

Già nel 2016 lo *High Level Expert Group on Sustainable Finance* sottolineava il possibile impatto dei rischi ambientali sulla stabilità del sistema finanziario²⁷, secondo un approccio ripreso dalla Commissione nel Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile del 2018, ove si iniziava a riflettere sui rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico²⁸. Da qui, il passo verso il riconoscimento normativo di questa concezione "finanziaria" dei rischi di sostenibilità è stato breve: il Regolamento europeo n. 2088 del 2019 relativo all'informativa sulla

²⁶ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che armonizza taluni aspetti del diritto in materia di insolvenza*, 12 dicembre 2022, COM(2022) 702 final, relazione illustrativa alla proposta, 5.

²⁷ COMMISSIONE EUROPEA, *High Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG)*, disponibile online all'indirizzo https://finance.ec.europa.eu/publications/high-level-expert-group-sustainable-finance-hleg_en.

²⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione europea al Parlamento, 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*, cit., 2 e ss.

sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (c.d. SFDR) apprezza i rischi di sostenibilità in base ad un parametro di materialità²⁹, successivamente affinato– ed ampliato– dalla direttiva UE 2022/2464 sulla rendicontazione societaria di sostenibilità nella prospettiva della c.d. doppia materialità³⁰.

²⁹ Il Regolamento (UE) n. 2019/2088 definisce i rischi di sostenibilità come “un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di *governance* che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell’investimento” eseguito dai diversi attori finanziari nelle società target. L’approccio materiale ai rischi di sostenibilità abbracciato dal legislatore europeo sin dal 2019 è stato poi ripreso e affinato dall’EBA, che ha precisato che “ESG factors are environmental, social or governance matters that may have a *positive or negative impact on the financial performance or solvency of an entity, sovereign or individual*”. Corsivo aggiunto. Così EBA, Report on management and Supervision on ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms, cit., 6. Cfr. Anche EIOPA, *EIOPA Staff paper on naturerelated risks and impacts for insurance*, 29 marzo 2023, EIOPA-23/247: “An accumulation of economic impacts at the micro level (e.g. at business level) can lead to impacts at the meso level (e.g. at local government level), and when occurring at a larger scale (countrywide, regional or global), lead to macroeconomic impacts such as the disruption of economy-wide value chains, raw material price volatility, the adjustment or relocation of business activities or an increased rate of capital depreciation” e ancora “from a financial risk-based perspective, loss of natural capital and the ensuing loss of value to society and economic activity translate into risk on the financial market participant’s balance sheet. In addition to economic firm-level financial risk, the risk of environmental collapse resulting from biodiversity loss and natural capital depletion may also create a systemic risk to the financial sector and broader to financial stability”.

³⁰ In conseguenza dei nuovi obblighi di rendicontazione di sostenibilità, le imprese dovranno non solo rilasciare informazioni sulla c.d. materialità finanziaria dei rischi di sostenibilità rispetto alla propria attività e organizzazione, bensì anche informazioni sulla c.d. materialità d’impatto, ossia sugli effetti che l’attività d’impresa svolta ha su tali rischi, e sul perseguimento degli obiettivi di mitigazione di questi, come ad esempio l’obiettivo di neutralità climatica entro il 2050. Cfr. art. 19 bis direttiva 2013/34/UE introdotto dalla direttiva UE 2022/2464. Il principio della doppia materialità non è tuttavia espresso direttamente nella citata direttiva bensì negli standard di reporting di sostenibilità (European Sustainability Reporting Standards- ESRS) elaborati dalla European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG). Questi standards sono stati posti in consultazione dall’aprile all’agosto 2022. V. EFRAG, *Sustainability Reporting Standards*, disponibile online all’indirizzo <https://www.efrag.org/lab6>. Le autorità finanziarie hanno pubblicato i loro pareri sugli standard proposti. Le ESAs hanno espresso un giudizio complessivamente favorevole, pur segnalando persistenti lacune in punto di definizione dell’estensione della catena del valore e degli standard settoriali, riguardanti in particolare il settore

Appare, questa, una scelta di politica del diritto pienamente allineata all'obiettivo della anticipazione della tutela dei fattori ESG... ad un momento antecedente alla materializzazione dei connessi rischi finanziari. La leva della dimensione finanziaria dei rischi ESG risulta, difatti, strumento di più immediata attuazione del principio di prevenzione dei rischi che ispira la regolazione finanziaria sulla sostenibilità: l'ancoraggio degli stessi al canone di materialità dovrebbe dare luogo, infatti, ad un "gioco a rialzo" relativo agli standard di prevenzione dei rischi ESG, innescato per prevenire eventuali impatti negativi sul "valore dell'investimento", quindi, sul valore dell'impresa (finanziaria) promotrice dell'investimento e dell'impresa oggetto del medesimo³¹.

Conferma questa impostazione la riflessione sul trattamento prudenziale dei rischi ESG³², che costituisce un (invero delicato) banco di prova della quantificazione e dunque dell'apprezzamento finanziario, in termini di copertura patrimoniale, dei rischi di sostenibilità, nell'ottica del controllo preventivo dei rischi propria della regolamentazione prudenziale. In linea con la stretta relazione tra rischi di sostenibilità e rischi finanziari prefigurata dalla SFDR, non sorprende dunque che l'approccio suggerito dall'EBA sia quello di una integrazione orizzontale dei rischi ESG nelle voci di rischio tradizionali, finanche del primo pilastro³³.

bancario e assicurativo. Cfr. ESMA, *Opinion of the European Securities and Market Authority of 26 January 2023 on the technical advice by the European Financial Reporting Advisory Group on European Sustainability Reporting Standards*, 26 gennaio 2023, ESMA32-334-589; EBA, *Opinion of the European Banking Authority on the draft European Sustainability Reporting Standards (ESRS)*, 26 gennaio 2023, EBA/Op/2023/01; EIOPA, *Opinion to the European Commission on EFRAG's Technical Advice on European Sustainability Reporting Standards*, 26 gennaio 2023, EIOPA-BoS-23-016.

³¹ Cfr. M.M. SCHANZENBACK - R.H. SITKOFF, *The Law and Economics of Environmental Social and Governance Investing by a Fiduciary*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2018, in www.corpgovr.law.harvard.edu.

³² EBA, *Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*, cit., 143; EBA, *The Role of Environmental Risks in the Prudential Framework*, cit., passim; e già EBA, *Final draft implementing technical standards on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR*, cit., passim.

³³ EBA, *Discussion Paper on the role of esg risks in the prudential framework*, cit., 23. V. nel settore assicurativo, EIOPA, *Discussion Paper on the Prudential*

Alla luce del dato normativo richiamato, la rilevanza finanziaria dei rischi di sostenibilità riconosciuta dalla normativa settoriale pare trascendere il perimetro di quest'ultima per permeare anche la emergente disciplina della sostenibilità societaria. Ricalcando l'approccio della SFDR, la recente direttiva in materia di rendicontazione societaria di sostenibilità muove dal riconoscimento del potenziale di rischio associato ai fattori di sostenibilità "per le imprese e per gli investimenti"³⁴, e ancora, in ottica sistemica, per la stabilità finanziaria³⁵. L'effetto di questa concezione è di proiettare anche sul piano degli strumenti del diritto generale d'impresa "sostenibile" la connessione intrinseca tra prevenzione dei rischi di sostenibilità e relativi rischi finanziari delle imprese (anche non finanziarie).

Ne consegue che gli strumenti predisposti per la prevenzione dei rischi di sostenibilità d'impresa, quali la nuova rendicontazione di sostenibilità di cui alla direttiva ora citata, che richiede una descrizione delle "azioni intraprese dall'impresa per prevenire o attenuare impatti negativi, effettivi o potenziali, o per porvi rimedio o fine, e dei risultati di tali azioni"³⁶; ovvero i proposti doveri di diligenza d'impresa, volti a prevenire e attenuare gli impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente³⁷, possono essere inquadrati alla stregua di strumenti di prevenzione dei rischi finanziari connessi ai rischi ESG. Con l'ulteriore corollario che gli stessi possono essere considerati utili alla preservazione della sostenibilità economico-finanziaria di un'impresa per la parte in cui questa possa essere compromessa dalla mancata neutralizzazione dei rischi ESG.

Secondo le linee sin qui tracciate, pertanto, la relazione tra rischi finanziari e rischi ESG di cui alla disciplina della crisi e della

Treatment of Sustainability Risks, dicembre 2022. Per un commento sulla incipiente invasività degli interventi regolatori ESG sul settore bancario v. F. RIGANTI, *L'insostenibile leggerezza dell'essere (sostenibili). Note brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG*, in *RTDE*, 2022, 2, 185 ss.

³⁴ Considerando 18 CSDR.

³⁵ Considerando 14 CSDR.

³⁶ Art. 19 bis direttiva 2013/34/UE introdotto dalla direttiva UE 2022/2464.

³⁷ 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 particolare agli artt. 6-9.

sostenibilità (settoriale e generale) appare concentrata: la mitigazione di rischi finanziari ed in particolare del rischio di crisi, è presupposto della prevenzione dei rischi ESG³⁸, che a sua volta, è funzionale all'attenuazione dei connessi rischi finanziari, fotografati dal regolatore attraverso le lenti della (doppia) materialità dei rischi ESG.

2.1 *Rischi ESG e rischio di crisi nella catena del valore finanziario*

Le interdipendenze tra rischi finanziari e non finanziari tracciati dalla parabola regolatoria ESG attraversano anche la catena del valore dell'intermediazione creditizia, e pertanto il rapporto tra imprese finanziarie e imprese non finanziarie.

In via di premessa, deve rilevarsi come la considerazione di istanze di sostenibilità, intese in senso lato, sia alla base della disciplina del credito bancario, sin dal quadro istituito dalle regole di Basilea, che già nelle loro prime formulazioni (c.d. Basilea II), imponevano alle imprese bancarie di considerare il rischio di concessione del finanziamento, determinante il c.d. rischio di credito³⁹. Il mutato quadro sulla finanza sostenibile è intervenuto sulla rideterminazione delle soglie di sostenibilità dell'attività creditizia, introducendo nuovi parametri di misurazione del rischio relativo in chiave ESG.

Le linee guida EBA *on loan origination and monitoring*⁴⁰ entrate in vigore nel giugno 2021 hanno incorporato i fattori ESG e i relativi rischi (con particolare attenzione a quelli ambientali) nelle politiche di gestione del rischio di credito delle banche, richiedendo alle stesse di

³⁸ In quest'ottica, deve ricordarsi come tra i rischi ESG siano da annoverare anche i rischi derivanti dalle tecnologie integrate nel tessuto societario. V. le riflessioni svolte in G. SCHNEIDER, *Le tecnologie societarie alla prova del governo sostenibile tra ESG, diligenza d'impresa e corporate digital responsibility*, in *Corporate governance*, 2022, 1, 129 ss. e N. ABRIANI, *L'impatto dell'intelligenza artificiale sulla governance societaria: sostenibilità e creazione di valore nel lungo termine*, in *Contratto e Impresa Europa*, 2022, 89 ss.

³⁹ Cfr. l'analisi di M. BODELLINI, *The long 'journey' of banks from Basel I to Basel IV: has the banking system become more sound and resilient than it used to be?*, in *ERA Forum*, 2019, 20, 81 ss.

⁴⁰ EBA, *Final Report- Guidelines on loan origination and monitoring*, 29 maggio 2020, EBA/GL/2020/06.

valutare l’impatto dei rischi di sostenibilità sulla solidità dei clienti e sull’adeguatezza dei relativi assetti organizzativi e di *governance*⁴¹.

Le linee guida muovono da un approccio olistico tra gestione dei rischi di credito e rischi ESG⁴², da attuare sin dalle fondamenta della “cultura del rischio di credito” che deve essere orientata, ora, anche ad obiettivi di sostenibilità⁴³. Particolare attenzione è offerta ai prestiti sostenibili sotto il profilo ambientale (*environmentally sustainable lending*), in relazione ai quali l’autorità bancaria europea richiede l’elaborazione di un elenco dei progetti e delle attività, nonché dei criteri ai quali l’istituzione fa riferimento quali requisiti di accesso a crediti qualificati come sostenibili dal punto di vista ambientale; insieme ad una descrizione delle misure di monitoraggio degli stessi⁴⁴. A queste misure generali corrispondono obblighi di valutazione dell’esposizione a rischi di sostenibilità delle imprese finanziate, incluse le PMI⁴⁵, e della effettività delle strategie di mitigazione dei rischi ESG da queste attuate.

Oltre il perimetro dei crediti “ESG”, le linee guida prevedono che le decisioni sul credito (dunque anche relative a crediti non strettamente ESG) possano condizionare l’erogazione del credito alla mitigazione di alcuni fattori di rischio, inclusi i rischi di sostenibilità⁴⁶. Simili condizioni potranno essere apposte nel caso in cui, ad esempio, i rischi ESG diminuiscano il valore delle garanzie, fattore che le istituzioni devono ora considerare⁴⁷.

In linea con le citate raccomandazioni, l’EBA è tornata sulla questione dell’integrazione tra rischi di credito e rischi ESG, specificandone ulteriormente la prospettiva di vigilanza. Il *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms* del giugno 2021, sottolinea la necessità di una revisione delle politiche e degli strumenti di supervisione del rischio di credito delle banche, sì da valutare il grado di sostenibilità dei portafogli di prestiti, nonché la resilienza degli stessi rispetto a rischi fisici e di

⁴¹ *Ibidem*, para 57.

⁴² *Ibidem*, para 56.

⁴³ *Ibidem*, para 27.

⁴⁴ *Ibidem*, para 58.

⁴⁵ *Ibidem*, Para 126; 146.

⁴⁶ *Ibidem*, 196.

⁴⁷ *Ibidem*, 208.

transizione⁴⁸. A tal fine, si sottolinea l'importanza della vigilanza sulle modalità di incorporazione da parte degli istituti di credito dei fattori ESG nel processo di assegnazione e revisione dei rating creditizi⁴⁹.

In questo quadro, asset con elevati livelli di esposizione a rischi di transizione (come asset particolarmente inquinanti) o fisici (esposti ad esempio ad alto rischio sismico⁵⁰) dovranno incidere negativamente sul giudizio relativo al merito creditizio di un'impresa. Gli stessi compromettono infatti la qualità delle relative esposizioni creditorie delle istituzioni finanziarie⁵¹. I medesimi criteri dovranno orientare anche le decisioni sul credito relative a operazioni di finanziamento speciali, quali operazioni di project financing⁵².

In direzione simile muovono le evoluzioni in materia di vigilanza prudenziale dei rischi ESG, con particolare riguardo alle novità in materia di requisiti di trasparenza ESG ai sensi del pillar III⁵³. Degna di nota in questo senso è la disciplina di trasparenza in materia di coefficiente di attivi verdi (c.d. *green asset ratio*), contenuta negli

⁴⁸ EBA, *The Role of Environmental Risks in the Prudential Framework*, cit., 143-145.

⁴⁹ *Ibidem*.

⁵⁰ V. BANCA D'ITALIA, *Transizione climatica, finanza e regole prudenziali* Intervento di Luigi Federico Signorini, XVII convention AIFIRM, 3 marzo 2022, disponibile online all'indirizzo [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2022/Signorini_AIFIRM_transizione_climatica_finanza_regole_03032022.pdf)

2022/Signorini_AIFIRM_transizione_climatica_finanza_regole_03032022.pdf, 3: "come si sa, l'Italia presenta un rischio ambientale elevato. Le caratteristiche del territorio la rendono soggetta a frane e inondazioni, fenomeni destinati probabilmente a intensificarsi e comunque a divenire sempre meno prevedibili in seguito ai cambiamenti climatici. Anche il rischio sismico è elevato; benché non legato al clima, esso presenta caratteristiche simili ai rischi climatici, perché si manifesta con eventi relativamente rari ma (a volte) estremamente dannosi, con una forte concentrazione nel tempo e nello spazio".

⁵¹ EBA, *Final draft implementing technical standards on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR*, cit., para. 24.

⁵² *Ibidem*, para. 366.

⁵³ V. già EBA, *Report Advice to the Commission on KPIs and Methodology for Disclosure by Credit Institutions and Investment Firms under the NFRD on How and To What Extent their Activities Qualify as Environmentally Sustainable According to the EU Taxonomy Regulation*, 2021, EBA/Rep/2021/03. Per un'analisi empirica sull'adeguamento delle banche europee a tali standard, v. A. SMOLEŃSKA- J. VAN 'T KLOOSTER, *A Risky Bet: Climate Change and the EU's Microprudential Framework for Banks*, in *Journal of Financial Regulation*, 2022, 8, 1, 51 ss.

standards EBA⁵⁴ che, a partire dal gennaio 2024, richiedono alle banche di sintetizzare e comunicare periodicamente alla BCE sotto forma di KPI (*key performance indicators*) il rapporto tra finanziamenti ecosostenibili erogati a società soggette alla direttiva 2014/95, in linea con il Regolamento Tassonomia, e l'ammontare del portafoglio crediti. Un coefficiente maggiore costituirà un fattore di minore assorbimento di capitale di rischio per le imprese finanziarie, incentivando le medesime ad attivare flussi finanziari verso imprese che hanno avviato piani di allineamento ai criteri sanciti dalla Tassonomia e dai relativi Atti delegati⁵⁵. In linea parallela, il calcolo di questo coefficiente impone agli istituti di credito di avviare una onerosa raccolta di dati sulla sostenibilità delle imprese finanziate, incentivandoli, anche sotto questa diversa prospettiva, a considerare l'impatto dei rischi ESG rilevati sul rating creditizio.

Gli orientamenti regolatori ora ricordati esplicano, indirettamente, i loro effetti anche sulle imprese non finanziarie: gli stessi sanciscono infatti, dalla prospettiva dell'impresa finanziata, la rilevanza delle politiche di gestione dei rischi ESG ai fini della determinazione del merito creditizio della stessa da parte delle istituzioni finanziarie⁵⁶.

La mancata attenzione al rischio climatico, nelle sue due componenti di rischio fisico e rischio di transizione, potrebbe pertanto comportare un peggioramento del merito creditizio di imprese che sono soggette ad un maggiore rischio fisico per posizionamento geografico ovvero per il fatto di operare in settori economici particolarmente vulnerabili⁵⁷;

⁵⁴ EBA, *Final draft implementing technical standards on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR*, cit., para 55 ss.

⁵⁵ Regolamento UE 2020/852. Per l'elenco degli atti delegati sin qui emanati dalla Commissione europea, v. COMMISSIONE EUROPEA, *EU Taxonomy for Sustainable Activities*, disponibile online all'indirizzo https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en

⁵⁶ È quanto attestano primi studi empirici, v. M. BROGI-V. LAGASIO- P. PORRETTA, *Be good to be wise: Environmental, Social, and Governance Awareness as a Potential Credit Risk Mitigation Factor*, in *J. Int. Financ. Manage Account*, 2022, 1–26. V. anche L. BONACORSI ET AL., *ESG Factors and Firms' Credit Risk*, University of Milan Bicocca Department of Economics, Management and Statistics Working Paper No. 507, 19 dicembre 2022, disponibile online all'indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4307197 e C. GAGANIS- F. PASIOURAS- M. TASIYOU, *ESG and Credit Risk*, in *Sustainable Finance and ESG*, 2023, 125 ss.

⁵⁷ BANCA D'ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici*, cit., 9.

ancora, imprese con maggiore impronta carbonica potrebbero pagare i finanziamenti concessi a prezzo “più caro” di imprese che utilizzano mezzi energetici alternativi.

In via generale, la mancanza di presidi di *governance* adeguati sui rischi di sostenibilità sarà dunque destinata a influire negativamente sull’ammontare del credito erogabile – o sul suo costo – a imprese non allineate agli obiettivi di sostenibilità, con possibili ripercussioni sull’equilibrio economico/finanziario. Con l’ulteriore effetto che, per queste imprese, la probabilità di crisi, se non anche di insolvenza, potrebbe aumentare.

È quanto confermato da un recente report di Cerved Rating Agency, secondo cui le società con valutazione “ESG” bassa hanno in media una probabilità di *default* dalle 2 alle 5 volte superiore a quella delle più virtuose⁵⁸.

Le osservazioni che precedono suggeriscono pertanto l’opportunità di approfondire le ricadute della disciplina sul “credito sostenibile”, ora ripercorsa per sommi capi, sulla prevenzione e composizione della crisi, con particolare attenzione ai canali di dialettica tra banche e imprese istituiti dal nuovo Codice nella varie fasi che questo delinea: dalla istituzione di assetti tesi alla prevenzione della crisi e al monitoraggio dei segnali a questa relativi; al percorso di composizione negoziata.

In particolare, in relazione a queste fasi si farà riferimento ai riflessi della normativa finanziaria ESG appena citata: i) sulla predisposizione di forme di dialogo con le banche creditrici, quale “iniziativa idonea” alla tempestiva rilevazione dello stato di crisi, e in particolare alla verifica della sostenibilità dei debiti e delle prospettive di continuità aziendale; e ii) sugli effetti della partecipazione delle banche alle trattative della composizione negoziata della crisi.

⁵⁸ V. CERVED RATING AGENCY, *ESG Connect*, 30 settembre 2022, disponibile online all’indirizzo https://ratingagency.cerved.com/wp-content/uploads/sites/14/2022/02/ESG-Connect-2021_Cerved_Rating_Agency_Summary.pdf. Cfr. ESG News, *Cerved Rating Agency: Investire nell’ESG reduce il rischio di credito*, disponibile online all’indirizzo <https://esgnews.it/governance/cerved-investire-nellesg-riduce-il-rischio-di-credito/>. I risultati dell’analisi di *Cerved Rating Agency* evidenziano come si passi dal 7,25% di probabilità di *default* delle imprese non sostenibili all’1,55% di quelle che lo sono, a differenza delle imprese *mid* e *large* in cui la forbice di correlazione fra crisi di impresa e sostenibilità va rispettivamente dal 3,07% allo 0,87%.

Le conclusioni metteranno in luce i persistenti ostacoli a una piena rilevanza del nesso tra attività finanziaria sostenibile e prevenzione e composizione della crisi, con particolare riferimento alle lacune regolatorie in punto di raccolta dati relativi ai fattori ESG, di misurazione dei rischi di sostenibilità e di condotte di *greenwashing*. Infine, si tratteranno alcuni possibili effetti distorsivi di tale nesso sulla gestione della crisi delle PMI.

3. Gli assetti adeguati alla prevenzione della crisi nel contesto di mercati finanziari sostenibili: rischi ESG e continuità aziendale

Il composito quadro normativo ora tracciato adotta come tecnica regolatoria quella della responsabilizzazione degli operatori economici nell'identificazione e nella gestione preventiva dei rischi; tecnica che il nuovo art. 2086 c.c. proietta sul canone di adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili, i quali devono essere funzionali alla “rilevazione tempestiva della crisi d'impresa e della perdita della continuità aziendale”⁵⁹. Nelle società per azioni, questo requisito generale arricchisce di contenuti, relativi, appunto, alla anticipata percezione dei rischi finanziari, il dovere degli organi delegati di curare gli assetti societari in via proporzionale alla natura e alle dimensioni dell'impresa secondo il postulato di cui all'art. 2381, comma 5 c.c.

Lo stesso precetto della istituzione di assetti funzionali alla rilevazione tempestiva della crisi assume tuttavia connotati distintivi nelle società quotate alla luce del postulato del successo sostenibile introdotto dal Codice di autodisciplina⁶⁰. Come illustrato dalle

⁵⁹ Per un commento sulla portata della riforma, v. P. BASTIA- E. RICCIARDIELLO, *Gli adeguati assetti organizzativi funzionali alla tempestiva rilevazione e gestione della crisi: tra principi generali e scienza aziendalistica*, in *Banca Impresa e Società*, 2020, 3, pag. 348; S. CERRATO, *L'obbligo di istituire assetti adeguati nel prisma della “crisi” (dal Codice al d.l. 24 agosto 2021, n. 118)*, in *NDS*, 2021, 8, 1289 ss. e E. GINEVRA-C. PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1209 ss.

⁶⁰ Art. 1- Principio I Codice *Corporate Governance*: “L'organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile”. Per una riflessione sulle ricadute sui doveri degli amministratori, v. M. CIAN, *Sulla gestione sostenibile e i poteri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, in *Rivista ODC*, 2021, 1145. V. più in generale sulle novità del nuovo codice di autodisciplina, v. M.

Raccomandazioni relative all'art. 1 del medesimo Codice, l'organo di amministrazione deve definire "la natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici della società, *includendo nelle proprie valutazioni tutti gli elementi che possono assumere rilievo nell'ottica del successo sostenibile della società*"⁶¹.

Per le società quotate che aderiscono alle prescrizioni del Codice di autodisciplina, dunque, gli assetti societari devono includere misure idonee a rilevare tempestivamente lo stato di crisi e ad agevolare le iniziative di reazione utili a farvi fronte in caso di superamento del livello di tolleranza fissato, sì da consentire il perseguimento del "successo" in primo luogo finanziario della società. Ciò dovrà avvenire anche in considerazione di quei fattori che, ancor prima di connotare in senso valoriale la solidità economica-finanziaria della società, assumono un rilievo di materialità rispetto alla stessa.

Il paradigma del successo sostenibile sembra dunque attualizzare in seno alla nozione – e alla operatività – degli assetti adeguati la sopra descritta relazione tra rischi finanziari e rischi ESG nelle sue reciproche influenze.

Con l'effetto che la componente di assetti volti alla individuazione tempestiva dei segnali di erosione del "successo" finanziario dovranno considerare anche l'impatto dei rischi ESG su "eventuali squilibri di carattere patrimoniale o economico-finanziario" e in particolare sulla "sostenibilità dei debiti".

Il canone del successo sostenibile, come applicato agli indici di crisi, sembra dunque imporre all'organo amministrativo un attento vaglio prospettico, tra gli altri, della sostenibilità finanziaria dei debiti, apprezzata anche in relazione alla rilevanza che a questo riguardo possono avere la mitigazione dei rischi ESG e l'adozione di politiche di sostenibilità.

In questi termini, parrebbe dunque delinearsi una correlazione positiva, in funzione della comune "creazione di valore nel lungo termine"⁶², tra assetti utili a prevenire l'insorgenza di crisi mediante la pronta stima dei relativi indicatori da un lato e assetti ricettivi dei

VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Società*, 2020, 439 ss.

⁶¹ Corsivo aggiunto.

⁶² È questa la definizione di successo sostenibile data dal codice di autodisciplina.

profili– *in primis*, degli impatti materiali– di sostenibilità dell’attività d’impresa dall’altro⁶³.

Tanto che, in assenza di chiare indicazioni normative sul rapporto tra doveri degli amministratori e sostenibilità⁶⁴, questa correlazione potrebbe disvelare dei criteri utili a meglio definire siffatto rapporto nel nostro ordinamento, e non solo per le società quotate.

Come noto, la riconduzione dei fattori di sostenibilità entro il perimetro di azione tracciato dai doveri degli amministratori è tema altamente dibattuto e contro cui si è scontrato l’iter legislativo della proposta di direttiva sulla dovuta diligenza di sostenibilità delle imprese⁶⁵. La versione pubblicata dalla Commissione europea nel febbraio 2022 ha restituito una soluzione ambigua agli articoli 25 e 26, che attribuiscono agli amministratori la responsabilità “della predisposizione delle azioni di diligenza (...) e della relativa vigilanza e, in particolare, della politica del dovere di diligenza (...), tenuto debitamente conto dei contributi dei portatori di interessi e delle organizzazioni della società civile”⁶⁶; insieme al dovere di *tenere conto* “nell’adempiere al loro dovere di agire nell’interesse superiore della società, delle conseguenze in termini di sostenibilità, a breve, medio e

⁶³ Per un’analisi degli indicatori non finanziari della crisi e del loro ruolo per agevolare un’emersione tempestiva della crisi, v. OIBR, *Informazioni non finanziarie per gli adeguati assetti e per la previsione delle crisi nelle PMI*, in *Quaderno n. 7*, aprile 2022: www.osservatoriocrisidimpresa.it/pdf/quaderno-n-7-oibr-informazioni-non-finanziarie-per-gli-adequati-assetti-e-per-la-previsione-delle-crisi-nelle-pmi/

⁶⁴ Per una ricognizione delle problematiche relative alla c.d. *corporate governance* sostenibile v. il lavoro di G. FERRARINI, *Firm Value versus Social Value: Dealing with the Trade-offs*, in *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance- Regulation, Supervision and Governance*, A. KERN-M. GARGANTINI-M. SIRI (a cura di), Cambridge, Cambridge University Press, 2023, in corso di pubblicazione.

⁶⁵ 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*, cit.. Per un commento v. M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su “Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese”*, in *Riv. soc.*, 2021, 331 e G.D. MOSCO- R. FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Analisi giur. econ.*, 1/2022, 185 ss.

⁶⁶ Art. 26, 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*, cit.

lungo termine, delle decisioni che assumono, comprese, se del caso, le conseguenze per i diritti umani, i cambiamenti climatici e l'ambiente"⁶⁷.

Si vedrà se e come sarà approvata la versione finale della direttiva proposta⁶⁸. Qualora, tuttavia, divenisse legge quest'ultima versione delle due norme citate, può affermarsi che le stesse esplicherebbero degli effetti relativamente certi in punto di dovere di adeguata istituzioni di assetti organizzativi– i quali dovranno includere al loro interno le procedure previste dalla direttiva in materia di *due diligence* di sostenibilità–, mentre non sarebbero idonee a fugare i persistenti dubbi in punto di assetti gestori.

Non sarebbe difatti nemmeno allora chiaro se agli amministratori siano attribuiti dei doveri di attuazione, al di là degli oneri di *due diligence*, di vere e proprie strategie di sostenibilità. Il profilo non appare del resto chiarito, ad oggi, nemmeno dal Codice di autodisciplina tramite l'ambigua formulazione del dovere degli amministratori di gestire la società “perseguedone il successo sostenibile”.

L'unica, ma indiretta, indicazione in tal senso offerta dal Codice di autodisciplina si rinviene nella previsione relativa al dovere degli amministratori di redigere il piano industriale, in base all'analisi dei “temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine”, che allude, senza tuttavia spingersi oltre, ai temi di sostenibilità. Ancora, un riferimento all'*an* di scelte gestorie relative ai fattori di sostenibilità è contenuto nella citata direttiva in materia di *corporate sustainability reporting*, che richiede alle imprese (ora anche alle PMI quotate) di includere nella rendicontazione di sostenibilità, informazioni sulla “resilienza del modello e della strategia aziendali dell'impresa in relazione ai rischi connessi alle questioni di sostenibilità”⁶⁹; “i piani

⁶⁷ *Ibidem*, art. 25. Per la dottrina si veda l'interessante analisi di F. AGOSTINI- M. CORGATELLI, *Article 25 of the Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence: Enlightened Shareholder Value or Pluralist Approach?*, in *European Company Law*, 2022, 19, 4, 92-96.

⁶⁸ Si segnala che la versione licenziata dal Consiglio dell'Unione europea nel novembre 2022 ha espunto le norme citate. Cfr. CONSIGLIO DELL'UNIONE 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 - Orientamento generale*, 30 novembre 2022, 2022/0051(COD).

⁶⁹ Art. 19 bis, comma 2 lett. a) n. i) direttiva 2013/34/UE introdotto dalla direttiva UE 2022/2464.

dell'impresa, inclusi le azioni di attuazione e i relativi piani finanziari e di investimento, atti a garantire che il modello e la strategia aziendali siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile⁷⁰; “il modo in cui il modello e la strategia aziendali dell'impresa tengono conto degli interessi dei suoi portatori di interessi e del suo impatto sulle questioni di sostenibilità”⁷¹ e infine “le modalità di attuazione della strategia dell'impresa per quanto riguarda le questioni di sostenibilità”⁷².

Le norme richiamate, tuttavia, non chiariscono i criteri in base ai quali queste strategie devono essere realizzate⁷³. In particolare, non si chiarisce quale sia il livello minimo, ovvero sino a che punto i fattori di sostenibilità debbano orientare le scelte e le strategie dell'organo di gestione⁷⁴. Le modalità di integrazione di simili fattori negli assetti amministrativi e negli atti gestori da questi promananti non sono pertanto cristallizzate in alcun obbligo specifico, ma permangono, al

⁷⁰ Art. 19 bis, comma 2 lett. a) n. iii), *ibidem*.

⁷¹ Art. 19 bis, comma 2 lett. a) n. iv), *ibidem*.

⁷² Art. 19 bis, comma 2 lett. a) n. v), *ibidem*. Per alcune riflessioni sulle ricadute in punto di *corporate governance* di norme di disclosure non finanziaria F. RIGANTI, *Disclosure non finanziaria e diritto delle società: aspetti di corporate governance e (possibili) ricadute in tema di interesse sociale*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 458 ss.

⁷³ L. CALVOSA, *La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in *Riv. soc.*, 2022, 314 ss.; il punto non è del resto chiarito nemmeno da ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità*, 6/2021, disponibile online all'indirizzo https://www.assonime.it/_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Documents/Note%20e%20Studi%206-2021.pdf; e più di recente, ID., *L'evoluzione dell'organo amministrativo tra sostenibilità e trasformazione digitale*, 1/2023, disponibile online all'indirizzo https://ristrutturazioniazionari.ilcaso.it/uploads/admin_files/Assonime---Evoluzione-organo-amministrativo.pdf.

⁷⁴ In tema di sostenibilità “minima” attraverso le lenti dell'interesse sociale, v. M. ONZA, *“Gestione sostenibile” dell'impresa, “adeguati assetti” e (una annotazione su) interesse sociale: spunti di riflessione*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 13 marzo 2023, https://ristrutturazioniazionari.ilcaso.it/uploads/admin_files/onza-17-03-23. Per un'analisi in materia di *sustainable corporate governance*, v. A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria-tra regole e contesto*, 2023, Bologna, 67-71.

contrario, nella sfera di discrezionalità degli amministratori, tutelata dalla *business judgment rule*⁷⁵.

Date queste coordinate normative, occorre chiedersi se il dovere generale di istituzione di assetti (anche amministrativi) utili a rilevare tempestivamente la crisi, ossia la probabilità di insolvenza con particolare riguardo alla sostenibilità dei debiti, non sia idoneo a fornire un (primo) fondamento normativo nel senso della obbligatorietà dell'adozione di misure di gestione di rischi ESG⁷⁶. In questa prospettiva, sembra infatti che il *discrimen* tra obbligatorietà e discrezionalità della tutela dei fattori di sostenibilità possa rinvenirsi sul crinale della connessione delineantesi tra mitigazione dei rischi ESG e preservazione della continuità aziendale⁷⁷.

In base a tale criterio non pare irragionevole ritenere che il dovere di cui all'art. 2086 c.c. – rafforzato per le società quotate dalle raccomandazioni sopra ricordate del Codice di autodisciplina – ponga in capo agli amministratori non tanto un vero e proprio obbligo ma un

⁷⁵ Sull'applicabilità del presidio protettivo della *business judgment rule* alle decisioni sugli assetti, v. V. DI CATALDO- P. ARCIDIACONO, *Decisioni organizzative, dimensioni dell'impresa e business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 69 ss.; L. BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, 413 ss.; M. MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischio organizzativo e procedimentalizzazione dell'attività imprenditoriale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, Giappichelli, 2010, 728 ss.; N. ABRIANI- A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 393 ss.; R. SACCHI, *Sul così detto diritto societario della crisi: una categoria concettuale inutile o dannosa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1280 ss. A tal proposito, occorre rilevare che la tutela della BJR potrebbe dare adito a derive arbitrarie relativamente a quali fattori di sostenibilità, tra i tanti, sono presi in considerazione dagli amministratori. Cfr. E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 2022, 1 ss. v. L.A. BEBCHUK - R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Corn. L. Rev.*, 2020, 91 ss.

⁷⁶ Tra queste misure potrebbe anche rientrare l'adozione di modelli 231 sensibili ai reati connessi alla sfera di sostenibilità. In generale sul rapporto tra assetti organizzativi adeguati e modelli 231, v. M. IRRERA, *Il rapporto tra "assetti organizzativi" e "modelli" ex d.lgs. 231/2001*, in *NDS*, 2018, 693 ss.

⁷⁷ M. ONZA, *op. cit.* In questi termini, la prospettiva ESG sembra avere una *vis* precettiva ben più pregnante della più problematica CSR. V. R. ROLLI, *Dalla Corporate Social Responsibility alla Sustainability, alla Environmental, Social and Governance (ESG)*, in *Riv. Corp. Gov.*, 2022, 61 ss.

“onere” gestorio verso i soci e i creditori della società, di perseguire, sin dalla definizione degli assetti, obiettivi di sostenibilità, *nella misura* in cui questi siano funzionali al soddisfacimento dell’interesse sociale⁷⁸ minimo alla persistenza dell’impresa sul mercato⁷⁹.

Questa “misura” dovrà essere calibrata in relazione alle specifiche caratteristiche dell’impresa e dell’attività imprenditoriale svolta⁸⁰, alla luce del quadro della catena del valore della stessa, secondo quanto

⁷⁸ In materia di interesse sociale, devono richiamarsi le considerazioni di P. MONTALENTI, *L’interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 303 ss. Riflette sul criterio della efficienza imprenditoriale C. ANGELICI, *Note minime sull’interesse sociale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 255 ss. Per una declinazione in senso ESG dello “scopo sociale”, v. U. TOMBARI, *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e “scopo della società”*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, 225 ss. e spec. 226-227.

⁷⁹ In materia di continuità aziendale, v. S. LEUZZI, *L’evoluzione del valore della continuità aziendale nelle procedure*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, 495, e V. PINTO, *Le fattispecie di continuità aziendale nel concordato nel Codice della Crisi*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 372 ss.

⁸⁰ A riguardo si ricordino le osservazioni di F. MANCA, *Assetti adeguati e indicatori di crisi nel nuovo codice della crisi d’impresa: la visione dell’azionalista*, in *Giur. comm.*, 2020, 629 ss., 636, osserva come “ogni azienda sia il frutto della combinazione di due variabili: una di tipo statico, la struttura, corrispondente a tutte le risorse (tecniche, umane, finanziarie, ecc.) stabilmente legate all’impresa e che le permettono di avviare e proseguire l’attività che si è proposta di svolgere; e una di tipo dinamico, i processi, che si sostanziano in sequenze (logiche e temporali) di operazioni – attivabili grazie alla presenza di una opportuna struttura – che permettono di conseguire un risultato acquisendo la disponibilità dei fattori produttivi (input) ed ottenendo dal loro utilizzo coordinato dei prodotti finiti (beni o servizi) da cedere sul mercato (output)”. Enfasi aggiunta. Declinano il dovere di istituzione di adeguati assetti secondo un criterio di proporzionalità, sino a escludere siffatto obbligo per quelle imprese che per dimensioni e tipologia di attività rendono possibile agli amministratori gestire la società sotto il proprio diretto controllo, V. DI CATALDO- P. ARCIDIACONO, *op. cit.*, 75 ss.

prefigurato dalla proposta direttiva sulla *due diligence* di sostenibilità⁸¹, inclusi i rapporti con i creditori finanziari⁸².

La rilevanza dei rischi ESG sulla categoria dei rischi di credito delle banche sancita dalla ricordata normativa bancaria appare costituire un primo *benchmark* utile alla valutazione dell'impatto dei rischi di sostenibilità sulle prospettive di accompagnamento e gestione dell'esistente esposizione debitoria. E se, come indicato dal Codice di *corporate governance*, la gestione dei fattori di sostenibilità deve avvenire per il tramite del dialogo con gli *stakeholders*⁸³, il dialogo con le banche creditrici assume valenza di tassello indefettibile di assetti volti a monitorare la sostenibilità dei debiti, anche sotto le lenti della sostenibilità ESG.

3.1 (Segue) *Le segnalazioni di anticipata emersione della crisi e l'anticipato dialogo con le banche*

Come confermato da alcuni studi empirici⁸⁴, incluso il ricordato studio della Cerved Rating Agency⁸⁵, e come riconosciuto dalla

⁸¹ La proposta di direttiva definisce la catena del valore in senso particolarmente ampio, come l'"insieme delle attività inerenti alla produzione di beni o alla prestazione di servizi da parte di una società, compresi lo sviluppo del prodotto o del servizio e l'uso e lo smaltimento del prodotto, così come le collegate attività esplicate nei rapporti d'affari consolidati della società, a monte e a valle. Per le società ai sensi della lettera a), punto iv), ai fini della prestazione degli specifici servizi considerati la "catena del valore" comprende soltanto le attività dei clienti che ricevono i prestiti, crediti o altri servizi finanziari e delle altre società appartenenti allo stesso gruppo le cui attività sono collegate al contratto in questione. La catena del valore di siffatte imprese finanziarie regolamentate non include le PMI che ricevono i prestiti, crediti, finanziamenti, assicurazioni o riassicurazioni di siffatti soggetti". 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*, cit., art. 3 lett g.

⁸² Sul tema del rapporto tra interesse sociale e interesse dei creditori, v. in senso più ampio E. BARCELLONA, *op. cit., passim.* e D. STANZIONE, *op. cit.*, 155 ss.

⁸³ Art. 1- Principio V Codice *Corporate Governance*.

⁸⁴ F. LOPEZ DE SILANES- J. A. MCCAHERY- P. C. PUDSCHEDL, *op. cit., passim.*

⁸⁵ L'analisi empirica della Cerved Rating Agency ha osservato che gli aspetti ESG che impattano maggiormente sulla valutazione di merito creditizio sono quelli riguardanti la *governance*. Cfr. CERVED RATING AGENCY, *op. cit.*

direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità⁸⁶, tra i criteri di valutazione dei rischi di sostenibilità attribuiti alle controparti, le banche, insieme ad altri investitori istituzionali, sembrano porre maggiore attenzione ai profili di *governance*, rispetto ai profili esclusivamente ambientali o sociali⁸⁷.

È forse anche per questo che la direttiva UE 2022/2464 sottolinea la necessità di meglio definire questo fattore ai fini della rendicontazione di sostenibilità, oltre le previsioni della SFDR⁸⁸. Una “buona

⁸⁶ Cfr. considerando 50 CSDR: “Gli utenti necessitano di informazioni sui fattori di *governance*. I fattori di *governance* più rilevanti per gli utenti sono elencati da quadri di riferimento autorevoli in materia di rendicontazione, come la *Global Reporting Initiative e Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, nonché da quadri autorevoli a livello mondiale, come *Global Governance Principles* (principi di *governance* globale) della *International Corporate Governance Network* e i *Principles of Corporate Governance* (principi di governo societario) del G20/OCSE. I principi di rendicontazione di sostenibilità dovrebbero specificare le informazioni che le imprese dovrebbero comunicare riguardo ai fattori di *governance*. Tali informazioni dovrebbero riguardare il ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo di un'impresa per quanto riguarda le questioni di sostenibilità, le competenze e le capacità necessarie per svolgere tale ruolo o l'accesso che tali organi hanno a tali competenze e capacità, se l'impresa applica una politica in termini di incentivi offerti ai membri di tali organi e che sono collegati a questioni di sostenibilità, nonché informazioni sui sistemi interni di controllo e gestione del rischio in relazione al processo di rendicontazione di sostenibilità. Gli utenti necessitano inoltre di informazioni sulla cultura d'impresa e sull'approccio delle imprese all'etica aziendale, che sono elementi riconosciuti in autorevoli quadri di riferimento in materia di governo societario, come i *Global Governance Principles* della *International Corporate Governance Network*, incluse le informazioni sulla lotta contro la corruzione attiva e passiva e sulle attività e gli impegni dell'impresa volti a esercitare la sua influenza politica, comprese le sue attività di lobbying”.

⁸⁷ Questa circostanza può essere forse spiegata dal fatto che assetti di *governance* sostenibili siano, a loro volta, il presupposto di una più virtuosa gestione dei fattori ambientali e di sostenibilità.

⁸⁸ V. considerando 28 CSDR: “l'elenco delle questioni di sostenibilità in relazione alle quali le imprese sono tenute a fornire informazioni dovrebbe essere il più coerente possibile con la definizione dei termini «fattori di sostenibilità» stabilita nel regolamento (UE) 2019/2088, e dovrebbe prevenire un mancato allineamento tra le informazioni richieste dagli utenti dei dati e le informazioni che le imprese devono comunicare. Tale elenco dovrebbe inoltre rispondere alle esigenze e alle aspettative degli utenti e delle stesse imprese, che spesso utilizzano i termini «ambientale», «sociale» e «governance» per designare le tre principali categorie di questioni di sostenibilità. Tuttavia, la definizione dei termini «fattori di sostenibilità» stabilita nel regolamento (UE) 2019/2088 non comprende espressamente le questioni di

rendicontazione di sostenibilità”, rappresentativa anche di misure di *governance* rilevanti in questo senso, è difatti considerata strumento utile per “migliorare l’accesso di un’impresa al capitale finanziario”⁸⁹. L’allineamento tra assetti relativi alla gestione dei fattori di sostenibilità e accesso al credito è, come sopra illustrato, incoraggiato, in termini più diretti, dalla ricordata normativa in materia di attività finanziaria sostenibile, che intende riportare proprio il profilo di *governance* dei rischi ESG delle imprese controparti nei parametri di valutazione del mantenimento di affidamenti già concessi ovvero della concessione di nuovi.

Questi dati empirici e normativi indicano la rilevanza della predisposizione di assetti in materia ESG proprio ai fini della “cura” da parte dell’organo gestorio delle linee di credito erogate dalle istituzioni finanziarie, in ottica di continuità aziendale e, di riflesso, di prevenzione della crisi. E se il peggioramento dell’esposizione con le banche è considerato quale uno dei segnali tipici della crisi che devono essere monitorati dagli organi amministrativi e di controllo, questi ultimi dovranno ora considerare se e in che misura i rischi ESG propri della società possano aggravare una situazione di squilibrio economico originante da un’alterazione degli equilibri con le medesime banche.

Ciò appare tanto più vero alla luce del ruolo propulsivo assegnato dal Codice della crisi ai creditori finanziari nel contesto delle segnalazioni per l’anticipata emersione della crisi⁹⁰. L’art. 25 *decies* c.c.i. impone infatti alle banche e agli altri intermediari finanziari di comunicare agli organi di controllo societari le variazioni, revisioni o revoche degli affidamenti, e quindi ogni mutamento potenzialmente significativo nella valutazione di ciascun rapporto in corso o futuro.

governance. La definizione dei termini «questioni di sostenibilità» nella direttiva 2013/34/UE come modificata dalla presente direttiva modificativa dovrebbe pertanto riguardare i fattori ambientali, sociali, relativi ai diritti umani e di *governance*, e incorporare la definizione dei termini «fattori di sostenibilità» stabilita nel regolamento (UE) 2019/2088”. Enfasi aggiunta.

⁸⁹ Considerando 12 CSRD.

⁹⁰ Per la dottrina v. P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi d’impresa e dell’insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 829 ss.; B. INZITARI, *Crisi, insolvenza, insolvenza prospettica, allerta: nuovi confini della diligenza del debitore*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I 199 ss.

Se la citata normativa in materia di finanza sostenibile mira ad accrescere il peso dei fattori di sostenibilità nei parametri valutativi dei rischi connessi con l'attività creditizia da parte delle banche, la stessa sarà destinata a influire anche sui meccanismi di allerta gravanti sulle imprese creditizie. Si potrebbe ad esempio ipotizzare che la valutazione sulle *performance* ambientali pregresse dell'impresa possa riorientare, in via "retroattiva", la determinazione del merito creditizio dell'impresa finanziata, con la conseguente variazione delle condizioni dell'affidamento previamente concesso da parte della banca e, se del caso, l'attivazione delle segnalazioni corrispondenti.

In questa prospettiva, una volta attualizzato nei modelli di valutazione delle banche l'effetto dei rischi di sostenibilità sul rischio di credito, non è inverosimile pensare che imprese meno sostenibili siano destinate ad essere associate ad un più alto rischio di credito e pertanto esposte ad un maggiore rischio di segnalazione *ex art. 25 decies c.c.i.*

Ciò potrebbe avvenire, ad esempio, in base alla graduazione, ipotizzata da recente dottrina⁹¹, tra i) *green credit*; ii) *credit likely to (turn brown)* e iii) *brown credit*, in via speculare alla attuale tripartizione delle posizioni debitorie in i) crediti esigibili; ii) c.d. UTP *unlikely to pay*, in presenza dei primi segnali di sofferenza e iii) NPL, in caso di crediti deteriorati.

I possibili riflessi sui rapporti con i creditori finanziari delle scelte di *governance* ESG di un'impresa rendono la sostenibilità ESG un adeguamento "necessitato" in funzione del perseguimento della continuità aziendale, come scandito dal quadro dei nuovi rischi (finanziari) d'impresa. Da questo angolo visuale, la sostenibilità ESG appare doversi atteggiare non già quale limite esterno dell'attività economica d'impresa, bensì come metodo della stessa: l'adozione di assetti adeguati al perseguimento di un successo finanziario sostenibile, come definito anche dalla considerazione dei fattori ESG, si rileva funzionale alla sopravvivenza della società sul mercato, ancor prima che alla sua competitività in esso.

Da ciò deriva che assetti organizzativi e amministrativi sensibili ai rischi ESG, incidendo positivamente sull'esposizione debitoria (attuale

⁹¹ Così R. LENER-P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2023, I, 6 ss.

e prospettica), potrebbero prevenire ovvero ritardare peggioramenti in tal senso della stessa, insieme alle relative segnalazioni, che implicherebbero l'attivazione tempestiva degli strumenti di contrasto alla crisi da parte degli amministratori⁹².

A riguardo, l'attivazione di canali di “dialogo” con le banche potrebbe risultare utile già ad uno stadio antecedente al momento, prodromico alla crisi, delle segnalazioni anticipate dei creditori finanziari; ossia in una fase in cui l'impresa sia formalmente *in bonis* e gli amministratori si trovino a definire gli assetti idonei a “a) rilevare eventuali squilibri di carattere patrimoniale o economico-finanziario, rapportati alle specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività imprenditoriale svolta dal debitore; b) verificare la sostenibilità dei debiti e le prospettive di continuità aziendale”⁹³.

In linea con quanto sopra osservato circa la rilevanza dei rischi ESG – e dunque di assetti societari idonei ad apprezzarli – relativamente alle “prospettive di continuità aziendale”, gli amministratori potrebbero valorizzare il confronto con i creditori finanziari già nel momento della definizione degli assetti societari *ex art.* 2086 c.c. e art. 3 c.c.i., per individuare le misure sul fronte della sostenibilità idonee ad incidere positivamente, in via prospettica, sul rapporto obbligatorio con questi. Il dialogo con le banche creditrici potrebbe, in quest'ottica, divenire ulteriore componente dell'organizzato monitoraggio interno attribuito agli organi societari sulla continuità aziendale, utile a supportare il consiglio d'amministrazione – sul fronte procedurale e non del merito⁹⁴ – nella selezione degli interventi sul fronte ESG utili a minimizzare il rischio di variazione degli affidamenti corrisposti alla società, a beneficio della “sostenibilità” dei debiti, ferma restando la piena

⁹² Deve tuttavia ricordarsi come spetti agli amministratori valutare se gli inadempimenti segnalati siano sintomatici di uno squilibrio tale da legittimare l'accesso al percorso negoziale. Sul punto v. R. RORDORF, *Doveri e responsabilità degli organi di società alla luce del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Riv. soc.*, 2019, 933 ss. e M. CIAN, *Crisi dell'impresa e doveri degli amministratori: i principi riformati e il loro possibile impatto*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1160 ss.

⁹³ Art. 3 c.c.i.

⁹⁴ Sulla correttezza in punto di predisposizione assetti organizzativi, v. M. IRRERA, *Adeguatezza degli assetti organizzativi tra correttezza e Business Judgment Rule*, in *AA.VV.*, *Crisi d'impresa, prevenzione e gestione dei rischi: nuovo Codice e nuova cultura*, a cura di Montalenti-Notari, Milano, 2021, 84 ss.

discrezionalità degli amministratori nell'assunzione delle scelte gestorie finali⁹⁵.

L'anticipato coinvolgimento dei creditori finanziari in questo senso appare conforme alla ratio dell'istituto delle segnalazioni anticipate della crisi⁹⁶, di rendere permeabili gli assetti societari alla percezione, anche dall'esterno, dei segnali di crisi sì da evitare rischi di errata lettura degli stessi e garantire la reattività degli organi sociali interessati.

Una simile sollecitazione anticipata delle banche permetterebbe infatti di colmare la possibile divergenza di percezione relativa all'impatto dei fattori ESG sulla sostenibilità dei debiti tra imprese non finanziarie e finanziarie. Queste ultime sono infatti depositarie di più sofisticati dati e modelli di computazione dei rischi ESG (di credito). Sono inoltre destinatarie di una normativa settoriale in materia di sostenibilità più stringente e complessa rispetto alla (embrionale) normativa ESG di cui al diritto generale d'impresa. In altri termini, il confronto con i creditori finanziari attiverebbe una virtuosa "cinghia di trasmissione"⁹⁷ tra le aspettative e gli interessi delle banche in materia ESG e i doveri di "sostenibilità", innanzitutto finanziaria, del consiglio di amministrazione della società, creando un ponte operativo tra le più definite linee di indirizzo della normativa in materia di finanza sostenibile e le previsioni ancora in corso di assestamento relative a una *corporate governance* sostenibile.

⁹⁵ Sull'utilità del dialogo con i creditori finanziari al fine della predisposizione di strategie di sostenibilità da parte delle imprese finanziarie, v. l'indagine empirica, G. POWER-D.C. TANDJA, *Does it Pay to be Green? The Impact of Equator Principles in Project Loans*, 19 gennaio 2023, disponibile online all'indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4326032.

⁹⁶ Secondo la linea argomentativa proposta, dunque, la regolamentazione in materia di finanza sostenibile sancirebbe se non la necessità, l'opportunità di un coinvolgimento dei creditori finanziari ad uno stadio ancora precedente al momento dell'allerta disegnato dal codice attuale. Giova ricordare, a riguardo, come già la riforma della crisi, coerentemente agli obiettivi di anticipazione della tutela perseguiti dal legislatore, abbia spostato il dialogo con i creditori qualificati, nella forma delle segnalazioni di anticipata emersione della crisi ad un momento nettamente precedente a quello in cui lo stesso veniva tradizionalmente azionato nel precedente diritto fallimentare.

⁹⁷ L'espressione è di N. ABRIANI, *Board observer e ristrutturazioni aziendali*, in L. CALVOSA- S. ALVARO- N. ABRIANI-, *Il Board Observer*, in *Discussion Papers Consob*, in corso di pubblicazione, 70 ss.

Da altra prospettiva, portando agli estremi la stessa funzione della disciplina sulla segnalazione anticipata della crisi, opzioni di interlocuzione preventiva con gli istituti di credito proietterebbero l'agere finanziario oltre il tradizionale perimetro della conformità dell'erogazione del credito ai canoni prudenziali della tutela della stabilità economica del mercato, assegnandogli un diverso ruolo promozionale di altre imprese non finanziarie verso obiettivi di sostenibilità (finanziaria)⁹⁸. Secondo questa linea di pensiero, per le imprese di maggiori dimensioni, medesime opzioni di dialogo sulle politiche di prevenzione dei rischi ESG potrebbero estendersi anche a investitori istituzionali più sensibili a tali profili, come ad esempio, nel nostro ordinamento, Cassa Depositi e Prestiti (e il Fondo Strategico)⁹⁹.

Ancora, proprio in conformità agli obiettivi delle norme sul c.d. *long-termism* contenute nel Codice di autodisciplina e nelle richiamate

⁹⁸ V. G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, 393 ss.

⁹⁹ V. in generale V. MANZETTI, *Cassa depositi e prestiti. Paradigma italiano delle banche nazionali di promozione*, Napoli, 2021, *passim*; sottolinea inoltre le recenti funzioni di *governance* nel *turnaround* delle imprese A. PISANESCHI, *La Cassa Depositi e Prestiti: le recenti mutazioni e le problematiche del coinvolgimento nel turnaround industriale*, in *Riv. regolaz. mercati*, 2021, 1, 92 ss. In tema v. anche E.G. ASSANTI- G. DI MARTINO, *La Cassa depositi e prestiti quale asset strategico per lo sviluppo economico nazionale*, in *Dir. cost.*, 2022, 2, 128 ss. Il riferimento alla Cassa depositi e prestiti evoca il più ampio tema del nesso tra intervento pubblico e "ristrutturazioni aziendali". A riguardo, in linea con l'importanza di una funzione anticipatoria del coinvolgimento dei creditori finanziari nella predisposizione di assetti sensibili alle tematiche ESG, è stato osservato come anche sul fronte del rapporto tra Stato e mercato sia in atto un processo ugualmente anticipatorio, non più unicamente volto a "ristrutturare l'impresa per ricondurla a redditività", ma, ancor prima a "promuoverne il miglior avvio, nel ridisegnare le catene del valore per accompagnare l'innovazione". Così M. PASSALACQUA, *Numquam nega, raro adfirma: il rinnovato 'intervento' dello Stato nell'economia*, in *Merc. conc. Reg.*, 67(1), 2021, pp. 55-78. Del resto, questo lo spirito "indirizzatore" dello Stato nei confronti del mercato è stato ricondotto da Autorevole dottrina al metodo regolatorio neoliberale. V. a riguardo F. DENOZZA, *Regole e mercato nel diritto neoliberale*, in *Regole e mercato*, M. RISPOLI FARINA- A. SCIARRONE ALIBRANDI- E. TONELLI (a cura di) vol. II, Torino, Giappichelli, 2017, XV e ss. e spec. XXIII: "la mia tesi è che il pensiero neoliberale, a differenza di quello liberale classico e in continuità invece con quello del periodo keynesiano-fordista, non ha difficoltà a prendere atto della necessità di un intervento statale volto a sostenere e indirizzare il mercato". Cfr. anche M. MAZZUCATO, *Lo Stato innovatore*, Bari-Roma, 2014, *passim*.

riforme europee, il dialogo sui profili ESG con gli *stakeholder* finanziari, proprio per la sua valenza procedurale¹⁰⁰, costituirebbe un utile strumento di *accountability* delle scelte gestorie di sostenibilità ESG per il tramite del confronto tra gli orientamenti ESG espressi dai terzi portatori di interessi¹⁰¹ (*in primis*, per quel che qui rileva, finanziari) e quelli in concreto adottati dagli amministratori¹⁰².

Vagliata l'opportunità di un dialogo anticipato con le banche in materia ESG, proprio ai fini della predisposizione della "sovrastruttura", innanzitutto organizzativa, improntata alla promozione della continuità aziendale, pare utile sondare le possibili modalità di attuazione dello stesso.

Un coinvolgimento dei creditori finanziari nella definizione delle politiche di sostenibilità sembra innanzitutto potersi inquadrare nel più ampio fenomeno della c.d. *lender governance*¹⁰³ – o "controllo" societario da credito¹⁰⁴ –, che assume una portata applicativa molto ampia, non solo in costanza di crisi¹⁰⁵, ma anche durante la gestione

¹⁰⁰ F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *ODC*, 2021, spec. 29-30.

¹⁰¹ V. F. DENOZZA, *Incertezza, azione collettiva, eternalità, problemi distributivi: come si forma lo short-termism e come se ne può uscire con l'aiuto degli stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 297 ss. e anche A. GENOVESE, *La "sustainable corporate governance" delle società quotate. Note introduttive*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2022, 112 ss.

¹⁰² Parla di "una sintesi in ultima istanza *profit-oriented*...ma con equilibrato bilanciamento degli interessi degli *stakeholders*", P. MONTALENTI, *Società, mercati finanziari e fattori ESG: ultimi sviluppi*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2022, 75 ss.

¹⁰³ L. CALVOSA, *Board observer e diritto societario*, cit., 15 ss.

¹⁰⁴ V. P. CUOMO, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, 6 ss.; e L. MIOTTO, *Il controllo creditorio difensivo*, Torino, 2017. V. anche H.C. HIRT-K.J. HOPT-D. MATTHEUS, *Dialog zwischen dem Aufsichtsrat und Investoren*, in *AG*, 2016, 738 ss. Sui limiti, L. BEBCHUCK-S. HIRST, *Index Funds and The Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy*, in *Columbia Law Review*, 2019, 2029 ss.; J. MORLEY, *Too Big to Be Activist*, in *Southern California Law Review*, 2019, 1407 ss.; G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in *San Diego Law Review*, 2018, 803 ss.

¹⁰⁵ In tema v. L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali della crisi di impresa*, in *RDS*, 2010, 414 ss.

societaria “ordinaria”, interferendo, sovente, con i meccanismi di *governance* tradizionali¹⁰⁶.

Nella maggior parte dei casi, il “dialogo strategico” con le banche rinviene la sua fonte nella matrice contrattuale delle clausole (*covenants*) inserite nei contratti di finanziamento tra la società e i creditori c.d. forti¹⁰⁷. Ciò avviene, di frequente, nelle start up e nelle PMI, le cui ingenti esposizioni debitorie possono facilmente trascolorare in una debolezza contrattuale di facile preda “gestionale” per i finanziatori¹⁰⁸. Ancora, forme di monitoraggio delle opzioni di *governance* ESG adottate dagli amministratori potrebbero essere previste da patti parasociali che attribuiscono, con effetti meramente obbligatori e – in caso di inadempimento – risarcitori, a taluni gruppi di soci la facoltà di nominare un interlocutore bancario consentendogli accesso alla documentazione e alle informazioni societarie rilevanti¹⁰⁹.

Fuori dalla casistica negoziale, ulteriori modalità di interlocuzione con istituti finanziari, quali parti creditrici, nella delineazione di strategie gestorie di “creazione di valore nel lungo termine”, potrebbero essere decise in sede assembleare per mano dei soci, primi interessati alla continuità aziendale dell’impresa, in sintonia con i creditori¹¹⁰. La recente esperienza dello statuto di Atlantia¹¹¹, suggerisce finanche la possibilità di regolazione statutaria di “osservatori” finanziari, anche al fine della predisposizione dei piani di sostenibilità (ESG), da

¹⁰⁶ F. TUNG, *Leverage in the Board Room: the Unsing Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, in *UCLA Law Review*, 2009 115 ss. e T. SICA, *How Lender Governance is Affecting Corporate and Contract Governance*, *The Cardozo Electronic Law Bulletin*, 2022, 38 ss. Per un’analisi sui profili patologici, v. M. DE POLI, *L’ingerenza dannosa della banca nell’attività della finanziata, tra “amministrazione di fatto” e “controllo” societario*, in *Fall. Soc.*, 2017.

¹⁰⁷ Cfr. M. MOZZARELLI, *Business Covenants e governo della società finanziata*, Milano, 2013.

¹⁰⁸ È quanto ricordato da N. ABRIANI, *Board observer e ristrutturazioni aziendali*, cit.

¹⁰⁹ Così L. CALVOSA, *Board observer e diritto societario*, cit., 15 ss.

¹¹⁰ *Ibidem*.

¹¹¹ Per ulteriori riferimenti v. L. CALVOSA-N. ABRIANI-S. ALVARO, *Premessa-La nuova funzione del board observer*, in L. CALVOSA-N. ABRIANI-S. ALVARO, *op. cit.*, 13 ss.

giustificarsi alla luce del ragionevole impatto dei relativi fattori sull'interesse al *going concern*¹¹².

4. *La composizione negoziata della crisi “sostenibile”*

Seguendo il ragionamento sin qui svolto, la prospettiva integrata tra rischi ESG e rischi di credito sembra dover permanere anche nella fase successiva– e patologica– dell'attivazione delle misure predisposte dall'ordinamento per il superamento della probabilità di insolvenza e il recupero della continuità aziendale¹¹³.

In conformità alle chiare indicazioni offerte dall'ordinamento europeo, nel momento in cui si delinea uno stato di crisi gli amministratori devono “tenere conto debitamente di una pluralità di interessi”, tra cui quelli dei creditori¹¹⁴. La ponderazione degli interessi dei creditori permea il momento della definizione delle strategie di reazione ad una crisi annunciata, sin dal momento antecedente ad una apertura formale di uno degli strumenti di regolazione della crisi¹¹⁵, per divenire, una volta iniziate le trattative per la composizione negoziata, criterio “prioritario” di gestione del patrimonio e dell'impresa *ex art. 4, comma 2 lett. c) c.c.i.*

In questo contesto, il precetto di una gestione dell'impresa in chiave “precauzionale” rispetto alla sostenibilità economico-finanziaria richiede, a tal fine, come suggerito dall'art. 21 c.c.i., la considerazione della prospettiva dei creditori. Ne deriva l'opportunità della considerazione dei rischi ESG – e del loro impatto sui rischi finanziari,

¹¹² L. SMITH, *Control Through Observer Rights and a CRO*, in *The Journal of Private Equity*, 2015, 18, 2, 56 ss.

¹¹³ Sull'istituto della composizione negoziata, v. N. ABRIANI, *La crisi dei gruppi di imprese tra composizione negoziata e Codice della Crisi*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, I, 391 ss. e R. ROSAPEPE, *La composizione assistita della crisi*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 463 ss. G. D'ATTORRE, *La concorsualità “liquida” nella composizione negoziata*, in *Fallimento*, 2022, 301 ss.

¹¹⁴ Art. 19 lett. a), direttiva UE 2019/1023. Per un commento v. P. VELLA, *L'impatto della direttiva (UE) 2019/1023 sull'ordinamento concorsuale interno*, in *Fallimento*, 2019, 756.

¹¹⁵ L'interpretazione è di N. ABRIANI, *Board observer e ristrutturazioni aziendali*, cit., 70 ss. v. anche L. BENEDETTI, *L'organo gestorio della società in crisi fra interesse dei soci e interessi altri: i principi della direttiva sui preventive restructuring frameworks e il loro recepimento negli ordinamenti nazionali*, cit.

tra cui il rischio di credito – anche nella composizione di uno stato di crisi.

A riguardo, deve osservarsi come la materialità dei rischi ESG rispetto al valore dell'investimento, e dunque al valore d'impresa nel suo complesso, potrebbe incidere non solo, secondo quanto descritto sopra, sulla prima delle condizioni di accesso al percorso di composizione negoziata, ossia sulle “condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che rendono probabile la crisi”, ma anche sulla seconda condizione relativa al “ragionevole” perseguimento del “risanamento dell'impresa”¹¹⁶. Nell'ottica del “successo sostenibile” della società in crisi, come declinato sul banco di prova dell'“interesse primario” dei creditori, una effettiva gestione dei rischi ESG potrebbe infatti aprire nuove prospettive di finanziamento, e tramutarsi dunque da rischio a opportunità finanziaria, proprio alla luce dei nuovi interessi di sostenibilità dei creditori.

Il potenziale impatto dei rischi ESG sui due presupposti di accesso alla composizione negoziata pare idoneo a riflettersi, in prima istanza, sul contenuto del dovere di leale collaborazione tra impresa e creditori nel corso delle trattative *ex art. 4, comma 4, c.c.i.*

Dal lato dell'impresa, innanzitutto, una chiara individuazione e misurazione dei rischi di sostenibilità – e del concreto impatto finanziario di questi – appare riconducibile al dovere attribuito all'imprenditore di “illustrare la propria situazione in modo *completo, veritiero e trasparente*”¹¹⁷ ai creditori. La norma declina il generale canone di correttezza che deve ispirare i rapporti con i creditori durante la crisi nel momento della condivisione delle informazioni rilevanti per l'avvio delle trattative e per l'agevolazione dei compiti dell'esperto.

Su questo sfondo concettuale, il requisito della completezza delle informazioni sulla situazione debitoria impone all'imprenditore di condividere con i creditori un quadro esauriente sulle concause che hanno portato alla crisi e quindi, ad esempio, sulle ragioni che hanno portato alla revisione o revoca di alcuni affidamenti ovvero alla negazione di nuovi. Ciò richiederà, pertanto, agli amministratori di società in crisi di individuare e comunicare ai creditori non solo i parametri strettamente finanziari, ma anche, eventualmente, quelli non

¹¹⁶ Art. 12 c.c.i.

¹¹⁷ Art. 4, comma 2, lett. a), c.c.i. Enfasi aggiunta.

finanziari che hanno causato l'insostenibilità della esposizione debitoria. Come per i primi, anche la stima dei secondi dovrà essere veritiera, ossia non minimizzata o, al contrario, sovra-stimata: la rappresentazione delle *policies* di sostenibilità non dovrà pertanto essere distorta o falsata, tramite condotte di c.d. *greenwashing*, idonee a fuorviare i creditori sulle prospettive e le possibili modalità di risanamento.

4.1 (Segue.) *Il dovere di lealtà e di sana e prudente gestione del credito in ottica ESG*

Se l'esigibilità dell'attenzione ai profili di sostenibilità da parte dell'imprenditore nel corso della composizione negoziata sarà da commisurarsi alla disponibilità di evidenza empirica– e quantitativa– della incidenza dei rischi ESG sulla esposizione debitoria di un'impresa¹¹⁸, maggiore rilevanza può forse già sin d'ora attribuirsi alla considerazione dei rischi ESG relativi all'impresa da parte della banca chiamata a partecipare alle trattative. Sotto questa prospettiva, ci si può cioè chiedere se tra gli interessi della banca creditrice possa rientrare l'adozione da parte dell'impresa di politiche di sostenibilità in costanza di trattative e se la banca possa a tal fine fungere da “pungolo gentile” verso la attuazione di strategie ESG una volta aperta la crisi.

Indicazioni a favore di una soluzione simile sono da rinvenirsi in quel filone dottrinario che assegna alle norme sulla finanza sostenibile la valenza di norme di condotta, aventi la funzione di ri-orientare in senso valoriale la condotta degli operatori finanziari nel mutato contesto di mercato¹¹⁹, anche al di là dell'angusto – e ancora incompleto – perimetro regolatorio in materia ESG. Secondo questo approccio, la sostenibilità si delinea quale nuova *Grundnorm* del sistema finanziario che impone di riqualificare alla luce degli interessi E-S-G le clausole generali orientative del rapporto banca-impresa anche durante la crisi, primo tra tutti il dovere di buona fede della banca nel corso delle trattative di composizione negoziata.

¹¹⁸ Il punto è trattato *infra* para 5.

¹¹⁹ V. A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 1, 3, 83 ss.

Seguendo questo ragionamento, è proprio dal dovere di lealtà della banca nelle trattative, come re-interpretata alla luce del precetto di condotta finanziaria “sostenibile”, che sembra doversi configurare un dovere di partecipazione attiva della banca nelle trattative¹²⁰, anche ai fini della enunciazione delle possibili conseguenze regolatorie delle proposte avanzate dall’impresa rispetto al complesso quadro regolatorio ESG, e in particolare rispetto alla relazione tra rischi ESG e rischi di credito. In questi termini, il dovere di partecipazione proattiva sembrerebbe imporre alla banca di coinvolgere nel negoziato degli esponenti che siano, oltretutto informati sul cliente, aggiornati sulla normativa finanziaria ESG, e pertanto in grado di prospettare al cliente i possibili sviluppi dello stato del suo credito in ottica ESG¹²¹.

Gli scenari che si delineano in questo frangente sono vari. Innanzitutto, si delinea il dovere della banca di verificare la liceità dell’attività di cui l’impresa richiede il finanziamento, anche rispetto alle leggi rilevanti ai fini della tutela di interessi ambientali o sociali. Come evidente, il limite della liceità vale per qualsivoglia caratterizzazione in concreto delle finalità del credito, ivi compresa quella ad impatto ambientale o sociale, pena l’esposizione della banca a responsabilità (extra)contrattuale. In sede di istruttoria sulla meritevolezza del credito richiesto durante il percorso di composizione negoziata, sembra pertanto potersi configurare l’obbligo della banca, anche alla luce del trattamento prudenziale dei rischi ESG della medesima, di condurre una *due diligence* sulla sostenibilità del credito richiesto¹²²; obbligo escluso, in via generale, dalla proposta direttiva sulla diligenza d’impresa, che, almeno nella sua versione attuale, lascia fuori dal suo ambito di applicazione il settore finanziario¹²³.

¹²⁰ In questo senso, G. PRESTI, *op. cit.*; in tema v. anche le riflessioni di N. ABRIANI, *La crisi dei gruppi di imprese tra composizione negoziata e codice della crisi*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, 391 ss.; D. LENZI, *I doveri dei creditori nella crisi d’impresa*, Milano, 2023.

¹²¹ *Ibidem*.

¹²² C. MACCHI- N. BERNAZ, *Business, Human Rights and Climate Due Diligence: Understanding the Responsibility of Banks*, in *Sustainability*, 2021, 13, 8391. <https://doi.org/10.3390/su13158391>.

¹²³ 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*, cit., art. 6, comma 3 e art. 7, comma 6.

Oltre la soglia della legittimità, e dunque della sostenibilità minima, deve poi considerarsi l'ipotesi in cui l'impresa proponga alla banca di finanziare progetti direttamente volti a diminuire le esternalità ESG, come sarebbe nel caso di progetti volti ad aumentare il grado di sostenibilità delle garanzie poste a vincolo di crediti preesistenti¹²⁴. In tal caso un positivo riscontro della compatibilità, ad esempio, ambientale dello scopo del finanziamento potrebbe determinare l'applicazione di politiche di *pricing* più vantaggiose a favore dell'impresa¹²⁵. Ancora, i creditori finanziari potrebbero essere coinvolti nella progettazione di prodotti sostenibili, quali *green bond*, utili per attivare nuovi flussi di cassa verso l'impresa.

Il quadro normativo finanziario di *favor* verso l'erogazione di crediti "sostenibili" sembra così porre nuovi strumenti di catalizzazione (sebbene certamente non di risoluzione) delle trattative di composizione negoziata, che si aggiungono, intersecandoli, agli incentivi già offerti in questo senso dalla disciplina della crisi, ad esempio, tramite il riconoscimento della prededucibilità dei finanziamenti bancari *ex art. 22, comma 1 c.c.i*¹²⁶. E invero, una volta esclusa la (automatica) natura deteriorata dei crediti nei confronti del

¹²⁴ Sul rapporto tra credito e garanzie, v. ABI, *Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie*, 5 aprile 2022, disponibile online all'indirizzo https://www.abi.it/DOC_Mercati/Crediti/Valutazioni-immobiliari/Linee-guida/LGVI%202021_21%20marzo_2022_DEF.pdf, in particolare 97 ss. alla Appendice 4 – "Approfondimenti sulla sostenibilità nel lungo termine del valore di mercato".

¹²⁵ Studi empirici hanno dimostrato che una più virtuosa gestione dei fattori ESG comporta una diminuzione dei *financial covenants* inseriti nei rapporti di prestito. Si tratta del fenomeno dell'impact financing, volto a erogare finanziamenti, a condizioni più vantaggiose, a imprese che sviluppano progetti a forte impatto sociale. V. D. NEWTON ET AL., *ESG Risk and Syndicated Lending Relationship*, 29 luglio 2022, disponibile online https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4165099. Cfr. anche S. KIM ET AL., *ESG Loans*, ECGI Finance Working Paper N° 817/2022, novembre 2022, disponibile online all'indirizzo https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/esglending.pdf e I. LUNEVA-S. SARKISYAN, *Where Do Brown Companies Borrow From?*, 20 ottobre 2022, disponibile online all'indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4249210.

¹²⁶ Sulla funzione incentivante della prededuzione, v. S. TERSILLA, *La prededucibilità è un reale incentivo al finanziamento delle imprese in concordato preventivo*, in *Dir. Fall.*, 2012, I, 365 ss.; A. PISANI MASSAMORMILE, *La prededuzione ed i finanziamenti alle imprese in crisi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, 4 ss.

debitore in composizione negoziata¹²⁷, non sembrerebbe irrealistico assegnare alla nuova finanza sostenibile accordata in costanza di composizione negoziata valenza di credito prededucibile proprio per la sua funzionalità rispetto alla continuità aziendale e al miglior soddisfacimento dei creditori, da rintracciarsi nel positivo impatto sul merito creditizio dell'impresa –e dunque sulla sua liquidità– che la realizzazione di progetti di sostenibilità potrebbe avere *pro futuro*, una volta superata la crisi.

Su medesima linea argomentativa, sembra potersi escludere la contrarietà di siffatti finanziamenti alla buona fede richiesta nel corso delle trattative: sebbene la concessione di nuova finanza coperta dal privilegio della prededuzione in via successiva alla revoca di una linea di credito potrebbe considerarsi lesiva del dovere di lealtà, le ipotesi di erogazione di crediti ESG non sembrano destinate a incorrere in tale vizio giacché volte a porre rimedio alla causa della revoca stessa, accrescendo la fiducia, ma soprattutto la *convenienza*, della banca relativamente a finanziamenti verso la controparte in crisi.

Le considerazioni di cui sopra sembrano valere anche rispetto alla diversa questione dell'inquadramento di crediti c.d. ESG nel quadro dei principi sul prestito responsabile e sulla sana e prudente gestione del credito delle imprese in crisi¹²⁸. È proprio la giurisprudenza in materia ad aver affermato la liceità, al cospetto dei suddetti principi, di finanziamenti a imprese in crisi, in caso di “fondate prospettive, in base a ragionevolezza e ad una valutazione *ex ante*, di superamento di quella

¹²⁷ In questo senso G. PRESTI, *op. cit.*, che osserva: “mi pare indubbio che, in questo caso, un trigger automatico di passaggio a UTP sarebbe del tutto inopportuno giacché a un’iniziativa tempestiva dell’impresa debitrice corrisponderebbe un effetto deterioro (il degrado del debito a UTP) sia per lei sia per la stessa banca creditrice. In sostanza, la composizione negoziata ha caratteristiche, diverse da quelle del concordato e delle procedure concorsuali, tali da escludere un automatismo”.

¹²⁸ L.A. BOTTAI, *L’abusiva concessione di credito alle imprese in crisi e la loro gestione in tempi di emergenza Covid*, in L.A. BOTTAI-A. GALLOTTA, *I finanziamenti alle imprese in crisi*, Milano, 2021, 215 ss. Sul tema già A. NIGRO, *La responsabilità della banca nell’erogazione del credito alle imprese in «crisi»*, *Giur. Comm.*, 2011, 219 ss. Sull’opportunità di una lettura in senso restrittivo della nozione di concessione abusiva del credito alla luce della nuova normativa v. N. ABRIANI- L. BENEDETTI, *Finanziamenti all’impresa in crisi e abusiva concessione di credito*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 2020, 1, 41 ss.

crisi”¹²⁹. La banca, pertanto, non risponderebbe dinnanzi ad un duplice presupposto soggettivo e oggettivo, ossia nel caso in cui “abbia operato nell’intento del risanamento aziendale (...) *sulla base di documenti, dati e notizie acquisite, da cui sia stata in buona fede desunta la volontà e la possibilità del soggetto finanziato di utilizzare il credito allo scopo del risanamento aziendale, secondo un progetto oggettivo, ragionevole e fattibile*”¹³⁰.

Come applicato a crediti ESG, il principio del prestito responsabile in costanza di crisi, richiede pertanto da un lato una valutazione *ex ante* dell’operatore professionale bancario sulla possibile utilità del finanziamento ESG rispetto alle prospettive di risanamento, tramite la stima del grado di miglioramento dei parametri del merito creditizio raggiunto grazie alla realizzazione di misure di *governance* ESG (rese possibili grazie al nuovo finanziamento richiesto); e dall’altro una verifica oggettiva delle concrete possibilità del debitore di perseguire gli obiettivi di sostenibilità connessi al credito, anche in considerazione del relativo rischio di *greenwashing*, desumibile dai “documenti, dati e notizie acquisite” sul piano oggettivo¹³¹.

Sotto prospettiva diametralmente opposta, potrebbe ancora domandarsi se sia contraria al canone della “sana e prudente” gestione del credito, la concessione di crediti “brown”, ossia non solo non sensibili a fattori ESG, ma direttamente contrari agli stessi, in costanza di composizione negoziata. Si pone a riguardo il problema se l’attrazione dei rischi di sostenibilità nell’area dei fattori incidenti sul normale rischio di credito possa rendere la banca, in siffatta ipotesi, inadempiente alle regole prudenziali, tanto più per crediti che rischiano una degradazione in crediti deteriorati (nella forma di UTP se non addirittura di sofferenze) in caso di esito negativo della composizione negoziata, con il connesso surplus di costo non solo rispetto alla disciplina prudenziale, ma anche rispetto a quella contabile¹³². Ancora,

¹²⁹ Cass. 30 giugno 2021, n. 18610, in *Banca borsa, tit.cred.*, 2022, II, p. 164 ss..

¹³⁰ *Ibidem*. Enfasi aggiunta.

¹³¹ Pone l’accento sul profilo della diligenza, F. DI MARZIO, *L’abuso nella concessione di credito*, in *Contr. impr.*, 2015, 323 ss.

¹³² Come osservato, “tale costo non sarebbe neppure recuperabile tramite il tasso di interesse applicato giacché la normativa anti-usura non prevede deroghe per i finanziamenti alle imprese in crisi. Si può dubitare, allora, che la prededuzione da sola basti a incoraggiare la nuova finanza”. G. PRESTI, *op. cit.* Per una analisi sulla

la concessione di crediti *brown* potrebbe essere considerata abusiva per la lesione che ne potrebbe derivare all'interesse degli altri creditori alla solidità economico-finanziaria dell'impresa finanziata, e ciò per effetto dell'incidenza sfavorevole, in via prospettica, dei progetti *brown* connessi a tali crediti sul merito creditizio della stessa.

4.2 (Segue) Il ruolo dell'esperto tra "ESG-Covenants" e "ESG-NPL"

Il quadro così composto induce a considerare, da ultimo, i possibili riflessi della finanza sostenibile anche sui doveri (e poteri) dell'esperto nominato per condurre le trattative nell'ambito della composizione negoziata. La rilevanza sulle dinamiche creditizie, e dunque sui rapporti tra impresa e creditori finanziari della disciplina finanziaria ESG, suggerisce che la stessa potrebbe essere materia richiesta all'esperto indipendente per un più effettivo assolvimento dei suoi compiti, in particolare quelli *ex art.* 17, comma 5 c.c.i., che attribuisce all'esperto la facoltà di invitare le parti alla rideterminazione, "secondo buona fede, del contenuto dei contratti". A tal fine, la competenza ESG dell'esperto potrebbe essere utile per prospettare, laddove le banche coinvolte nelle trattative mancassero di farlo, le opportunità di progetti sostenibili e quindi dell'introduzione di clausole accessorie "green" nel rapporto di prestito, eventualmente anche nella forma di veri e propri ESG *covenant*¹³³, volti alla mitigazione dei rischi finanziari di sostenibilità, e utili al recupero della continuità aziendale grazie alla rideterminazione del rapporto creditizio a cui sono apposti.

disciplina bancaria dei crediti deteriorati, v. diffusamente, M. MAGGIOLINO, *La disciplina giuridica della gestione dei crediti deteriorati nella prospettiva delle banche: profili critici*, Milano, 2020, *passim*.

¹³³ Sul punto si potrebbero immaginare *informative covenant* "ESG", volti ad assicurare all'intermediario informazioni periodiche sulle misure di sostenibilità adottate; *non financial covenant*, tramite cui la banca richiede all'impresa finanziata di mantenere un determinato livello di contenimento di rischi di sostenibilità, ad esempio impegnandosi a non superare un determinato standard di emissioni (*negative ESG covenant*); ovvero a garantire un determinato livello di tutela dei diritti dei lavoratori (*positive ESG covenant*). V. M. LOUMIOTI- G. SERAFEIM, *The Issuance and Design of Sustainability-linked Loans*, in *Harvard Business School Working Paper* 23-027, novembre 2022, disponibile online all'indirizzo https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/23-027_4b09d278-4051-468e-a5d9-eb0e7c50c25d.pdf.

A riguardo, un supplemento di riflessione merita il rapporto che potrebbe venire a delinarsi tra l'esperto nella composizione negoziata e la banca, interlocutrice dell'impresa sui "temi rilevanti" di sostenibilità già prima della crisi, secondo gli schemi analizzati sopra¹³⁴. Potrebbe infatti darsi il caso di una sovrapposizione funzionale tra le due parti, nella forma, ad esempio, di un contrasto tra i rispettivi orientamenti in materia di "misure di sostenibilità" utili al recupero della continuità¹³⁵. Il che non appare inverosimile in virtù dell'alto grado di discrezionalità caratterizzante qualsiasi decisione in materia di sostenibilità, che impone, a monte, una scelta tra quale fattore di sostenibilità, tra i molti, considerare, con il rischio che la scelta verso la tutela/promozione di un fattore, possa risultare in contrasto con un altro. Emblematico è in tal senso il conflitto, in più casi materializzatosi, tra tutela ambientale e sociale¹³⁶.

Evidentemente, l'opzione tra quali politiche di sostenibilità, tra le tante possibili, proporre in sede di trattative, sarà dettata per la banca dall'esigenza di soddisfare i (nuovi) requisiti di sostenibilità ESG della disciplina bancaria e in specie prudenziale. Poiché quest'ultima si incentra, per lo meno al momento, prevalentemente sui rischi ambientali, e climatici in specie, sarà interesse della banca curare progetti, prima e in occasione delle trattative di composizione negoziata poi, che vertano su tali profili.

Al contrario, poiché l'esperto, nell'esercizio delle sue funzioni, è chiamato a tutelare gli interessi dei creditori nella loro pluralità, dunque

¹³⁴ V. *supra* para 3.1.

¹³⁵ Riflette in termini più generali del possibile rapporto di conflitto tra esperto e *board observer*, N. ABRIANI, *Board observer e ristrutturazioni aziendali*, cit., 70 ss.

¹³⁶ E' quanto messo ben in luce da C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta: lo Stato o le grandi corporation? ESG: una formula ambigua e inutile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. al n. 4, 2022, 78 ss. e in particolare 84: "La protezione dell'ambiente può confliggere in molti casi con le esigenze sociali prioritarie in alcuni paesi emergenti. La mancata firma di Cina e India degli accordi di Parigi e il mancato accordo nell'ambito di Coop26 di Glasgow, si può comprendere solo se si ha presente che in questi paesi i governi tendono a preferire l'esigenza di ridurre la povertà (obiettivo sociale non trascurabile) rispetto alla tutela dell'ambiente. D'altro canto, il grado di sviluppo economico e della ricchezza delle società occidentali si basa anche su una industrializzazione accelerata che ha aumentato il grado di inquinamento del pianeta". Sulla complessità dei fattori di sostenibilità, v. anche M. STELLA RICHTER *jr.*, *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 41 ss.

non solo quelli finanziari, in particolare rispetto agli atti di straordinaria amministrazione che possano ledere questi stessi interessi *ex art. 21*, commi 2 e ss. c.c.i., lo stesso potrebbe proporre interventi associati a modifiche contrattuali *ex art. 17*, comma 5 c.c.i. che vadano incontro agli interessi (di sostenibilità) degli altri creditori non finanziari, diversi da quelli strettamente ambientali, in funzione della buona riuscita delle trattative.

La considerazione di fattori ESG, con attenzione a profili di tutela dei diritti fondamentali, oltre a quelli strettamente ambientali, da parte di imprese non finanziarie collocate lungo la *supply chain*, quali i fornitori, è del resto prefigurata dalla proposta di direttiva sulla diligenza d'impresa¹³⁷. In ottica reputazionale e ancor prima, ai fini della nuova rendicontazione di sostenibilità¹³⁸, altre imprese non finanziarie creditrici potrebbero dunque considerare l'attuazione di politiche ESG come condizione della prosecuzione o meno di un rapporto contrattuale, e quindi, in costanza di composizione negoziata, come parametro – o quantomeno “ago della bilancia” – su cui incentrare il buon esito di un accordo di superamento della crisi.

Sotto un ultimo profilo, l'introduzione di ESG *covenants* potrebbe essere incoraggiata, rispettivamente dai creditori finanziari ovvero dall'esperto, quale misura utile alla minimizzazione degli ulteriori pregiudizi alla continuità aziendale derivanti da un futuro

¹³⁷ 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*, cit., artt. 6-9. Proprio la violazione delle norme sulla due diligence ai fini della sostenibilità è alla base di alcune recenti azioni contro Amazon, Ikea e Tom Tailor in Germania ai sensi del *Supply Chain Due Diligence Act* tedesco (*Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz*) in vigore dal 1 gennaio 2023. Cfr. J. ROWSELL, *First Complaint Filed Under German Supply Chain Due Diligence Act*, in *CIPS*, 26 aprile 2023, disponibile online all'indirizzo <https://www.cips.org/supply-management/news/2023/april/first-complaint-filed-under-german-supply-chain-due-diligence-act/>.

¹³⁸ Ai sensi dell'art. 19 bis, comma 2 lett. f) direttiva 2013/34/UE introdotto dalla direttiva UE 2022/2464, la rendicontazione di sostenibilità deve includere una descrizione relativa, tra l'altro, ai “principali impatti negativi, effettivi o potenziali, legati alle attività dell'impresa e alla sua catena del valore, compresi i suoi prodotti e servizi, i suoi rapporti commerciali e la sua catena di fornitura, delle azioni intraprese per identificare e monitorare tali impatti, e degli altri impatti negativi che l'impresa è tenuta a identificare in virtù di altri obblighi dell'Unione che impongono alle imprese di attuare una procedura di dovuta diligenza”.

declassamento dei crediti attivi in crediti deteriorati. Come chiarito dall'art. 16, comma 5 c.c.i., l'accesso alla composizione negoziata non costituisce di per sé causa di sospensione e di revoca degli affidamenti bancari concessi all'imprenditore, sebbene la stessa possa essere disposta in conformità alla disciplina prudenziale, con comunicazione motivata. Durante la composizione negoziata, dunque, i contratti preesistenti rimangono efficaci, senza alterazioni. Ciò non significa tuttavia che il rapporto di credito instaurato non possa subire alcune alterazioni relative agli effetti giuridici espliciti, in particolare rispetto alla controparte bancaria.

Il riferimento è evidentemente alla disciplina sui crediti deteriorati che, alla presenza di determinati presupposti – quali un arretrato rilevante di oltre 90 giorni nell'adempimento dell'obbligazione¹³⁹, ovvero la improbabilità di un adempimento regolare in assenza del ricorso ad azioni specifiche del creditore, quali l'escussione delle garanzie¹⁴⁰ – impone alla banca di classificare un credito come *non performing*, con annessi oneri contabili, prudenziali e di segnalazione alla Banca d'Italia¹⁴¹.

In costanza di composizione negoziata, il declassamento di un credito a credito deteriorato sarà più probabile a seguito dell'istanza del debitore all'accesso a misure protettive del patrimonio¹⁴². Tale istanza riflette difatti la sussistenza di una forte sofferenza del debitore con la conseguente probabilità di inadempimento e, quindi, dell'insorgenza di

¹³⁹ C.d. past due o “inadempimenti persistenti” secondo la Banca d'Italia. Cfr. B.7, BANCA D'ITALIA, *Circolare 272 del 30 luglio 2008 sulla Matrice dei conti, testo integrale al 16 aggiornamento, 22 novembre 2022*, disponibile online all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c272/CIRC272_16agg.pdf.

¹⁴⁰ Unlikely to Pay (UTP) o “inadempienze probabili”. Cfr. B.8, *ibidem*.

¹⁴¹ Cap. 2, *ibidem*.

¹⁴² I Dati di Unioncamere segnalano che più del 30% delle composizioni negoziate dell'ultimo anno non si sono avvalse di misure protettive (contro al 68, 63% che se ne avvale), forse proprio per non determinare il deterioramento dei crediti. Un'altra spiegazione potrebbe essere rinvenuta nella volontà dell'imprenditore di non dare visibilità alla trattativa, che in assenza di misure protettive, rimane più riservata. V. Unioncamere, *La composizione negoziata della crisi d'impresa- I dati ad un anno dall'avvio*, 15 novembre 2022, disponibile online all'indirizzo <https://www.unioncamere.gov.it/comunicazione/primo-piano/crisi-dimpresa-un-anno-di-composizione-negoziata-presentato-il-rapporto-unioncamere>.

uno dei due citati presupposti oggettivi di applicazione della disciplina in materia di crediti deteriorati¹⁴³.

Per questi crediti, la rigidità della composita disciplina sui crediti deteriorati non sembra lasciar spazio (quantomeno in via diretta) per considerazioni ESG: o il debitore adempie in tempi celeri o la banca, potrebbe essere indotta a cedere il credito deteriorato a terzi. È proprio in tale ottica negoziale che la banca, se non anche l'esperto in relazione al soddisfacimento degli interessi degli altri creditori, potrebbe proporre una revisione in chiave ESG delle condizioni contrattuali del credito deteriorato, nel senso, ad esempio, di richiedere interventi sulle proprietà energetiche degli immobili dell'impresa e trasformarli da *brown a green assets*. La trasformazione delle attività deteriorate soggette a garanzia in attività con una valutazione di sostenibilità positiva potrebbe avere un impatto positivo sulla negoziabilità dello stesso credito deteriorato sul mercato, nel solco dell'interesse offerto da una porzione di investitori in prodotti con caratteristiche di sostenibilità¹⁴⁴.

In questa prospettiva, l'apposizione di clausole ESG a contratti relativi a crediti deteriorati parrebbe in conformità agli obiettivi della direttiva (UE) 2021/2167 relativa ai gestori di crediti e agli acquirenti di crediti, di riduzione dell'accumulo di crediti deteriorati¹⁴⁵, migliorando le condizioni di vendita del credito a terzi¹⁴⁶. Inoltre,

¹⁴³ In tal senso, G. PRESTI, *op. cit.*

¹⁴⁴ A riguardo deve ricordarsi che il Regolamento SFDR ha introdotto obblighi di trasparenza relativi a prodotti che promuovono “tra le altre caratteristiche, caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di tali caratteristiche” *ex art. 8 SFDR* e prodotti che hanno come obiettivo investimenti sostenibili *ex art. 9 SFDR*. Per un'analisi sugli effetti di queste norme sulla categorizzazione in senso “green” dei prodotti finanziari, v. S. STEUER-T.H. TRÖGER, *The Role of Disclosure in Green Finance*, in *Journal of Financial Regulation*, 2022, 8, 1, 1 ss. Rileva i possibili effetti distorsivi sul mercato della disciplina in materia di prodotti finanziari sostenibili, in particolare in punto di tutela degli investitori con possibili effetti “rebound” a favore dei mercati di prodotti *brown*, A. PERRONE- A. CARDANI, *Servizi di investimento e finanza sostenibile. Le conseguenze non volute della recente disciplina europea*, in *Osservatorio monetario*, 2022, 84 ss.

¹⁴⁵ Cfr. considerando 2-3-4 direttiva (UE) 2021/2167 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2021 relativa ai gestori di crediti e agli acquirenti di crediti e che modifica le direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE, 8 dicembre 2021, OJ L 438/1.

¹⁴⁶ *Ibidem*, considerando 7.

l'eventuale attrazione di terzi co-investitori non solo quali cessionari del credito deteriorato, bensì anche nel momento della realizzazione degli obiettivi di sostenibilità (degli asset) associati al credito *de quo* potrebbero aumentare l'afflusso di capitale e dunque la riduzione della leva finanziaria, migliorando le prospettive di trasformazione in un credito *in bonis* nel corso del processo di gestione del credito¹⁴⁷, e garantendo al contempo la “tutela e il leale e diligente trattamento dei debitori” – nonché, si potrebbe aggiungere, dei creditori di questi – da parte dei gestori dei crediti¹⁴⁸.

5. Conclusioni: le questioni aperte sul rapporto tra finanza sostenibile e crisi e una considerazione finale di metodo

L'analisi che precede ha tentato di percorrere le possibili linee di interazione tra la disciplina bancaria ESG e la nuova disciplina della crisi, con l'obiettivo di verificare se sia possibile leggersi un ri-allineamento tra interessi, in apparenza, opposti: l'interesse della banca alla sana e prudente gestione del credito; l'interesse dell'impresa a recuperare la continuità aziendale e dei creditori di questa a vedere soddisfatti i propri diritti; e infine l'interesse di terzi portatori di interessi in costanza di crisi.

Sullo sfondo dell'indagine condotta, si staglia la questione, più generale, del possibile ruolo propulsivo del settore finanziario, e bancario in specie, verso l'adozione di soluzioni di *governance* sostenibili lungo la catena del valore, in vista del possibile “fallimento” di modelli imprenditoriali incentrati unicamente sulla generazione di un profitto di breve termine.

Il nuovo quadro sulla finanza sostenibile intende invero ancorare a rischi finanziari il governo dei rischi ESG da parte degli operatori finanziari, in termini ad esempio di maggiore costo delle riserve prudenziali; che si riflettono, di rimbalzo sulle imprese non finanziarie da queste dipendenti, nella forma di maggiore costo del credito e nella possibile riduzione degli affidamenti accordati. La “promessa” di perdite finanziarie conseguenti a scelte che possano risultare lesive di

¹⁴⁷ *Ibidem*, considerando 12.

¹⁴⁸ *Ibidem*, art. 5, comma 1, lett. f.; art. 11, comma 2 lett. e); art. 22, comma 1, lett. i).

interessi ambientali o sociali, ed accrescere, per l'effetto, i rischi di sostenibilità propri di un'impresa (finanziaria o non), dovrebbe incentivare l'adozione di condotte che a, partire della riduzione di siffatti rischi, mirano da un lato alla solidità patrimoniale e contabile delle banche, e dall'altro alla continuità aziendale delle imprese da queste finanziate.

Gli incentivi che ne derivano per le banche verso il finanziamento in via preferenziale di imprese che presentano rischi di sostenibilità minori o una più effettiva gestione degli stessi, si dovrebbero pertanto tradurre, in linea diretta, in incentivi per le imprese finanziate a considerare i fattori di sostenibilità ai fini di conservazione della continuità aziendale.

Dalla prospettiva delle imprese fruitrici di crediti bancari, la disciplina finanziaria ESG assegna invero un'inedita rilevanza alle opzioni di *governance* ESG a fini della prevenzione e composizione della crisi, sia nella fase della predisposizione di assetti adeguati a rilevare in via anticipata i segnali di crisi, sia nella fase più avanzata della definizione di strategie di recupero della solidità finanziaria mediante il canale della composizione negoziata.

Può certamente dibattersi se l'effetto incentivante del quadro normativo sulla finanza sostenibile sia suscettibile di propagarsi anche oltre le fasi di pre-crisi qui esaminate, per orientare, anche solo in minima parte, l'esito di procedure concorsuali, come, ad esempio, il giudizio di fattibilità del piano posto alla base di un accordo di ristrutturazione con continuità aziendale e finanche i programmi di liquidazione sottoposti all'approvazione del comitato dei creditori. Tuttavia, in tali casi sembrano rilevare – in misura maggiore di quanto avviene ad uno stadio in cui l'insolvenza è solo probabile – gli interessi finanziari immediati, e non prospettici, dei creditori, in specie finanziari, al soddisfacimento delle proprie pretese creditorie.

Sorge dunque l'interrogativo su quale possa essere, in simili ipotesi, lo spazio da accordare alla considerazione di interessi (anche finanziari) di lungo termine dell'impresa insolvente e dei creditori. La questione non è di facile soluzione se si considera che gli obblighi concordatari abbassano per necessità la soglia minima di interesse sociale, neutralizzando il precetto per gli amministratori di perseguire il

successo sostenibile della società, e riducendo, per l'effetto, l'onere per questi di curare i profili di sostenibilità dell'impresa¹⁴⁹.

Se il rapporto tra finanza ESG e regolazione della crisi sembra farsi più incerto nel momento del superamento dell'ingresso dell'impresa in uno stato di insolvenza, non può tuttavia mancare di osservarsi come l'operatività di istanze "di mercato" ESG già in ottica di prevenzione e composizione della crisi sia, fuor dalla teoria, in concreto ostacolata, ad oggi, da alcune persistenti lacune che minano la solidità e dunque anche la credibilità–anche dal punto di vista delle imprese finanziate– del quadro in materia di finanza sostenibile. Il riferimento è evidentemente all'assenza di condivise metriche di misurazione dei fattori ESG su cui basare il rating ESG di un'impresa e al fenomeno del c.d. *greenwashing*.

Sul primo punto, malgrado gli sforzi definatori e classificatori delle attività sostenibili in relazione ai singoli fattori di sostenibilità, consumatisi a livello regolatorio¹⁵⁰, a partire dall'elaborazione delle c.d. tassonomie di sostenibilità¹⁵¹, non sono state ancora definite chiare metodologie per l'apprezzamento dei rischi ESG.

Come ribadito dall'EBA¹⁵², prima risorsa utile a tal fine è data dalla disponibilità di dati ESG, che costituiscono fonte di evidenza empirica essenziale per la definizione di standard certi di misurazione. Le istituzioni finanziarie stanno colmando la lacuna in punto di disponibilità di dati attraverso il ricorso a *info-providers* i quali offrono servizi di fornitura di dati ESG¹⁵³. L'importanza, al contempo a fini

¹⁴⁹ V. per un approfondimento le riflessioni di G. D'ATTORRE, *op. cit.*, 60 ss. Argomenta in senso di D. STANZIONE, *op. cit.*, 223 ss.

¹⁵⁰ Cfr. M. SIRI-S. ZHU, *Will the EU Commission Successfully Integrate Sustainability Risks and Factors in the Investor Protection Regime? A Research Agenda*, in *Sustainability*, 2019, 11, 6292; doi:10.3390/su11226292.

¹⁵¹ Per la tassonomia ambientale cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *EU Taxonomy for Sustainable Activities*, cit. La Tassonomia sociale è in corso di elaborazione ed una prima mappatura dei temi rilevanti è contenuta nel report, PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE, *Final Report on Social Taxonomy Platform on Sustainable Finance*, febbraio 2022, disponibile online all'indirizzo https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-08/220228-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy_en.pdf.

¹⁵² EBA, *The Role of Environmental Risks in the Prudential Framework*, cit., 19-22.

¹⁵³ In tema si veda l'interessante contributo di M. SIRI-M. GARGANTINI,

regolatori e strategici, dell'accesso a dati sulla sostenibilità ha non a caso determinato recenti acquisizioni di società fornitrici di dati ESG da parte di rilevanti istituzioni finanziarie¹⁵⁴.

Tuttavia, la natura concentrata di questo emergente mercato di servizi di fornitura di dati e valutazioni ESG, insieme all'assenza di norme volte a disciplinare e supervisionare l'attività di soggetti che il più delle volte operano al di fuori del perimetro della regolazione settoriale¹⁵⁵, è suscettibile di velare la qualità e la attendibilità dei dati ESG posti in circolazione. L'assenza di standard relativi alla materia prima delle informazioni di sostenibilità acquiscono ulteriormente la

Information Intermediaries and Sustainability, in A. KERN-M. GARGANTINI-M. SIRI (a cura di), *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance- Regulation, Supervision and Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2023, in corso di pubblicazione, disponibile online all'indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4316820.

¹⁵⁴ Cfr. ad esempio JP MORGAN CHASE & CO, *J.P. Morgan agrees to acquire OpenInvest, a pioneer in values-based investing Accelerates ESG investing capabilities for Wealth Management clients*, 21 giugno 2021, disponibile online all'indirizzo <https://www.jpmorganchase.com/news-stories/jpmorgan-agrees-to-acquire-openinvest>.

¹⁵⁵ L'attività di ESG *info-providers* sembra in questo senso paragonabile all'attività di soggetti fornitori di servizi IT, a lungo rimasti al di fuori dal raggio di supervisione finanziaria e solo da ultimo ricondotti nell'alveo della stessa ad opera del regolamento DORA che ha istituito dei criteri volti ad attrarre nella sfera di vigilanza finanziaria taluni fornitori di servizi IT. Cfr. Regolamento UE 2022/2554 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014, (UE) n. 909/2014 e (UE) 2016/1011, 27 dicembre 2022, OJ L 333/1. La rilevanza sistemica dei servizi di fornitura di dati ESG e di rating ESG forniti da terze parti ad oggi non regolate potrebbe suggerire l'opportunità dell'elaborazione di un modello di supervisione "estesa" rispetto a "fornitori terzi critici di servizi" ESG sul modello dei parametri di cui all'art. 31 e ss. DORA. Ci si potrebbe infatti chiedere se non si sia già di fronte ad un fenomeno di "ESG shadow banking", dai caratteri simili a quello delineatosi nel contesto dei servizi fintech. Il paragone pare fondato anche alla luce dell'ampio uso di data analytics e di altri sofisticati modelli computazionali di dati ESG che i c.d. ESG info providers mettono a disposizione delle società finanziarie. Cfr. EY, *How Data Markets are Evolving For Financial Services*, 21 marzo 2023, disponibile online all'indirizzo https://www.ey.com/en_gl/financial-services-emeia/how-esg-data-markets-have-evolved-for-financial-services.

disomogeneità delle valutazioni dei parametri ESG¹⁵⁶, che risultano soggette ad ampio margine di aleatorietà a seconda di quali dati ESG sono usati e dei criteri in base ai quali gli stessi sono trattati¹⁵⁷, rendendosi impossibile, ad oggi, operare un controllo di accettabilità dei valori presi a riferimento o ancora, dei correttivi di personalizzazione attuati.

Il problema della definizione di comuni tecniche di formulazione del rating non finanziario compromette a monte l'istruttoria da parte delle imprese finanziarie sulle caratteristiche di sostenibilità delle imprese clienti, e, a valle, le modalità di integrazione dei rischi ESG nelle politiche di erogazione dei crediti e nei modelli di computazione del rischio di credito sostenuto da una banca. Dal lato delle imprese finanziate, la disomogeneità dei rating ESG, insieme alla carenza di chiari orientamenti di vigilanza in tal senso, pregiudica l'anticipata definizione di politiche ESG in linea con le "aspettative" di sostenibilità degli operatori finanziari e pertanto l'attivazione del nesso tra presidio dei rischi ESG e continuità aziendale qui prospettato.

In attesa di una più puntuale disciplina del rating di sostenibilità, le imprese finanziarie stanno attualmente ricorrendo a soluzioni di "auto-tutela" nella forma di *benchmark* e KPI ESG specifici alla singola entità finanziaria¹⁵⁸. Al fine di consentire un "fruttifero" adeguamento a questi standard, le imprese finanziarie dovrebbero assicurare una piena documentazione e conoscenza delle metriche impiegate alle controparti debitorie.

¹⁵⁶ D.A. ZETSCHÉ- L. ANKER-SØRENSEN, *Regulating Sustainable Finance in the Dark*, in *EBOR*, 2022, 23, 47 ss.

¹⁵⁷ M. BILLIO ET AL., *Inside the ESG Ratings: (Dis) agreement and performance*, in *Working Papers Department of Economics Ca' Foscari University of Venice*, n.17/WP/ 2020 ISSN 1827-3580, 22/06/2020. v F. BERG- J. KOELBEL- R. RIGOBON, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, in *Review of Finance*, 2022, 26, 6, 1315 ss.

¹⁵⁸ È quanto segnalato dallo studio condotto da Blackrock per la Commissione europea. V. COMMISSIONE EUROPEA, *Development of Tools and Mechanisms for the Integration of ESG Factors into the EU Banking Prudential Framework and into Banks' Business Strategies and Investment Policies*, Maggio 2021, disponibile online all'indirizzo https://finance.ec.europa.eu/publications/final-study-development-tools-and-mechanisms-integration-esg-factors-eu-banking-prudential-framework_en, 19 ss.

D'altra parte, solo attraverso un adattamento da parte delle imprese finanziate ai *benchmark* impiegati dai creditori finanziari per la valutazione ESG, questi ultimi potrebbero verificare eventuali difformità tra quanto promesso e quanto attuato sul fronte di sostenibilità dalle imprese clienti, ed identificare eventuali pratiche di *greenwashing*. In mancanza di tale adeguamento e di strumenti di misurazione uniformi e oggettivi dello *score* ESG, la stima del rischio di credito "ESG" di un'impresa effettuata dagli operatori finanziari potrebbe essere distorta da informazioni fallaci restituite dall'impresa sulle politiche ESG, potenzialmente vanificando, a cascata, anche quelle tecniche negoziali, illustrate nel corso della trattazione, finalizzate alla consultazione e al monitoraggio delle scelte di sostenibilità dell'impresa da parte del creditore finanziario.

Deve tuttavia rilevarsi che mentre il fronte della regolazione delle metriche di rating ESG risulta allo stato ancora del tutto scoperto, il fenomeno del *greenwashing* è stato oggetto di alcuni recenti interventi normativi volti all'introduzione di nuovi strumenti di contrasto alle condotte "sleali" in ambito ESG delle imprese. In questo senso, devono ricordarsi l'introduzione dell'obbligo per il revisore legale o l'impresa di revisione contabile di esprimere le proprie conclusioni in merito alla conformità della rendicontazione di sostenibilità con le disposizioni rilevanti¹⁵⁹; ovvero la proposta normativa in materia di c.d. *green claims*, che impone alle imprese¹⁶⁰, tra l'altro, di basarsi ai fini del

¹⁵⁹ Art. 1, comma 10 CSDR di modifica alla direttiva 2013/34/UE (art. 30): "Gli Stati membri assicurano che, entro un termine ragionevole di tempo che non può superare dodici mesi dopo la data di chiusura del bilancio, le imprese pubblichino il bilancio d'esercizio regolarmente approvato e la relazione sulla gestione, nel formato elettronico di comunicazione di cui all'articolo 29 quinquies della presente direttiva, se del caso, nonché l'attestazione di conformità e la dichiarazione del revisore legale o dell'impresa di revisione contabile di cui all'articolo 34 della presente direttiva".

¹⁶⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposal for a Directive of the European Parliament and the Council on substantiation and communication of explicit environmental claims (Green Claims Directive)*, 22 marzo 2023, COM(2023)166 final. La direttiva sui *green claims* esclude espressamente dal campo di applicazione le informazioni ambientali comunicate dalle imprese che applicano gli standard europei di rendicontazione della sostenibilità su base obbligatoria o volontaria, in conformità alla direttiva contabile dell'UE, modificata dalla direttiva sulla rendicontazione della sostenibilità delle imprese. Tuttavia, se le stesse informazioni ambientali venissero riproposte in un contesto "business-to-consumer", ciò potrebbe far scattare l'applicabilità della direttiva sui *green claims*. Cfr. art. 1, comma 1.

rilascio di informazioni sulla sostenibilità dei propri prodotti e servizi su prove scientifiche condivise; e di tenere conto di tutti gli aspetti ambientali rilevanti ai fini della valutazione delle prestazioni ambientali di un prodotto o servizio¹⁶¹.

Rinviando ad un successivo studio un esame più approfondito delle misure citate, si può sin d'ora constatare come le evoluzioni normative richiamate già oggi attestino l'avvio di una terza fase¹⁶² del presidio regolatorio della “filiera” di mercati sostenibili, incentrata sulla predisposizione di misure atte a verificare la veridicità delle informazioni rese in materia ESG, nonché la effettività dell'impianto di *governance* sostenibile attuato¹⁶³ attraverso il rilascio da parte delle imprese di “informazioni pertinenti, comparabili e affidabili sulla sostenibilità”¹⁶⁴. A tal fine, centrali in questa terza fase divengono sistemi automatizzati (come sistemi di IA basati su tecniche di *machine learning*) di analisi dei dati di sostenibilità. La creazione dello *European Single Access Point* in seno all'ESMA¹⁶⁵ mira, del resto, alla

¹⁶¹ Cfr. art. 5, comma 6, *ibidem*.

¹⁶² Le prime due fasi della parabola regolatoria in materia di finanza sostenibile possono essere ricondotte i) alla predisposizione di strumenti volti ad attivare un ciclo informativo in materia di sostenibilità–le prime norme in materia ESG sono non a caso quelle in materia di dichiarazione non finanziaria di cui alla direttiva 2014– e ii) alla istituzione di misure organizzative e di *governance* utili a orientare gli operatori finanziari verso il perseguimento di obiettivi di sostenibilità– come avvenuto sotto le riforme del 2021 attraverso una più dettagliata classificazione delle attività sostenibili e l'integrazione della considerazione dei rischi ESG nelle decisioni degli intermediari finanziari.

¹⁶³ Per una prospettiva comparata rispetto all'ordinamento statunitense v. R. CHAMBERS-K. TYLER, *Developments in Regulatory and Private Action Against Greenwashing*, in *Oxford Business Law Blog*, 17 aprile 2023, disponibile online all'indirizzo <https://blogs.law.ox.ac.uk/blog-post/2023/04/developments-regulatory-and-private-action-against-greenwashing>.

¹⁶⁴ Così considerando 2 CSDR.

¹⁶⁵ Cfr. PARLAMENTO EUROPEO, *European Single Access Point*, 20 marzo 2023, disponibile online all'indirizzo <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-an-economy-that-works-for-people/file-european-single-access-point>. Giova ricordare come in UK la FCA abbia avviato una digital sandbox relativa all'analisi e alla divulgazione di dati ESG. In seguito al successo di questo progetto pilota, la FCA sta valutando la possibilità di istituire un modello operativo permanente per sostenere l'innovazione. V. FCA, *Supporting innovation in ESG Data and Disclosures: the Digital Sandbox Sustainability Pilot*, giugno 2022, disponibile online

creazione di un database di dati digitali utili all'addestramento di modelli computazionali per il calcolo di parametri finanziari e non finanziari. L'adozione di simili modelli entro gli assetti organizzativi d'impresa appare assumere, alla luce di quanto esposto, inedita rilevanza ai fini di prevenzione e gestione della crisi.

Fintantoché questa fase non sarà compiuta e adeguatamente internalizzata dai vari attori di mercato, tuttavia, il ciclo di sostenibilità atteso dall'erogazione di politiche di credito *ESG-oriented* sembra ad oggi connotato da elevati costi di transazione, sia per le banche – in termini di costi di monitoraggio – sia per le imprese finanziate, in termini di costi di consulenza e di raggiungimento degli obiettivi KPI indicati dai creditori finanziari.

Tali costi potrebbero dunque vanificare la convenienza di finanziamenti sostenibili ed i relativi vantaggi finanziari, almeno nel breve periodo, con l'effetto che solo imprese con un solido equilibrio patrimoniale sarebbero realmente in grado di entrare nel circuito del credito sostenibile.

Quanto precede suggerisce un'ultima considerazione di metodo relativa alla gestione dei possibili effetti “discriminatori” dei nuovi strumenti di finanza sostenibile rispetto alla prevenzione, e se del caso, composizione della crisi delle PMI. L'adeguamento ai *benchmark* ESG adottati dalle istituzioni finanziarie in conformità ai nuovi requisiti per il calcolo del rischio di credito potrebbe difatti rivelarsi insostenibile per le imprese di dimensioni minori, accrescendone il rischio di insolvenza, in particolare in un quadro geopolitico che acuisce, talvolta anche in maniera repentina, alcuni profili di rischio di sostenibilità. Da questo angolo prospettico, il possibile impatto della normativa finanziaria ESG sulla gestione della crisi conferma ulteriormente l'urgenza di declinare i nuovi requisiti sulla sostenibilità degli istituti finanziari in via proporzionale “alla natura e alle dimensioni” delle imprese finanziate¹⁶⁶, quale preconditione per prevenire eventuali

all'indirizzo <https://www.fca.org.uk/publication/corporate/digital-sandbox-sustainability-pilot-report.pdf>.

¹⁶⁶ Nella prospettiva qui proposta, dunque, anche la regolazione finanziaria ESG dovrebbe gradare la incidenza dei parametri ESG in misura maggiore rispetto a controparti di grandi dimensioni e in misura minore per quelle di dimensioni minori, secondo quanto già prefigurato sul piano del diritto societario da U. TOMBARI, “Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria, Milano, 2019, 33 ss.

squilibri del nuovo sistema di mercato ed assicurarne una continuità nel lungo termine¹⁶⁷.

¹⁶⁷ Cfr. M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, cit., 17, ove si rileva che “la priorità dei criteri di lungo termine dovrebbe essere auspicata da tutti coloro che hanno a cuore la stabilità e l’efficienza del sistema delle imprese”.