

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2023

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, PAOLA DASSISTI, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI
(SEGRETARIO 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

La finanza sostenibile e la ricerca di nuovi parametri di adeguatezza

SOMMARIO: 1. Notazioni introduttive. Investimenti e sostenibilità. – 2. La valutazione di adeguatezza degli investimenti finanziari al confronto con i nuovi parametri di sostenibilità degli investitori. – 3. Una rinnovata centralità dell’art. 21 del Testo Unico Finanziario. Interesse finanziario e non finanziario dell’investitore.

1. Notazioni introduttive. Investimenti e sostenibilità.

Il drammatico attuale deperimento delle qualità ambientali sembra decretare il punto d’arrivo di un modello di benessere che non può più essere sostenuto e i tentativi di trovare nuove forme di convivenza individuano come aree d’elezione il mondo dell’impresa, della banca e della finanza.

Con il superamento della legislazione emergenziale relativa alle crisi dei decenni scorsi, nel mondo TUF¹ l’attenzione è oggi in gran parte riposta sulle questioni ambientali e, più in generale, di sostenibilità. Le istituzioni europee hanno adottato sul punto un approccio – a tratti – talmente rigido che con la comunicazione *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*² la Commissione ha persino sostenuto che è sempre più probabile che gli investimenti nelle attività e negli *asset* “*brown*” (o non sostenibili) vengano bloccati, attesa la incomparabile rilevanza delle odierne sfide climatiche e ambientali.

Negli ultimi anni è in corso una presa d’atto dei poteri pubblici sulla circostanza che l’attività di ri-orientare i flussi di capitali per realizzare gli obiettivi climatici e sociali non possa più restare appannaggio dei

¹ L’espressione, che è parte di una distinzione che contempla anche il “mondo TUB”, è di D. MAFFEIS, *Regole di vigilanza prudenziale comuni al mondo TUB e al mondo TUF: il conflitto di interessi degli amministratori nel decreto di attuazione della direttiva UE CRD IV e del regolamento UE 525 del 2013*, in *Riv. dir. banc.*, 7, 2015, ed è utilizzata per riferirsi all’area finanziaria *stricto sensu*.

² Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, COM(2021) 390 final, luglio 2021.

liberi movimenti dell'economia³ ma debba essere necessariamente guidata e indirizzata dalle regole del diritto⁴. Regole anzitutto in grado di plasmare assetti organizzativi e comportamenti delle imprese (si pensi, da ultimo, alla proposta di Direttiva sulla *due diligence* di sostenibilità delle imprese⁵), regole capaci di conformare la

³ Sul passato fenomeno della trasformazione del mercato "guidato" in mercato "regolato", S. CASSESE, *Dal mercato guidato al mercato regolato*, in *Bancaria*, 1986. Riflessioni sviluppate più tardi in ID., *Il mondo nuovo del diritto*, Bologna, 2008, spec. 111 ss. Con riferimento ai mercati finanziari, alcune riflessioni in R. NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi del credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, 33 ss., spec. 36. Sull'attuale rapporto tra regole giuridiche e regole economiche e sui rispettivi ruoli, F. SARTORI, *Il diritto dell'economia nell'epoca neolibérale tra scienza e metodo*, in *questa Rivista*, 2, 2022, 309 ss.

⁴ Ne riflette V. COLAERT, *The changing nature of financial regulation. Sustainable finance as a new policy objective*, 2022, in *ssrn.com*. Secondo l'A. «Financial regulation is no longer merely a tool to ensure that the financial sector can fulfil its role as an engine of economic growth, but it has taken on a new role, beyond economic imperatives. Today, financial regulation as a whole is also instrumentalised to advance the constitutionally enshrined sustainable development principle». In sintonia ma su un piano differente, F. CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, 2021, 261, sostiene che «la sfida del rinnovamento impone di rivedere i termini del "rapporto tra tecnica e politica", la cui definizione è indispensabile al fine di identificare le misure adeguate a riavviare un *circuito virtuoso* in grado di determinare l'incremento dei processi di sviluppo, favorendo l'occupazione, l'equità e l'affermazione della logica tipicamente propria del pluralismo democratico».

⁵ La proposta, adottata dalla Commissione il 23 febbraio 2022, fa seguito alla risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021. La direttiva sarebbe rivolta a tutte le grandi società (con più di 500 dipendenti e un fatturato superiori a 150 milioni di euro) e alle altre società operanti nei settori ad alto impatto con oltre 250 dipendenti e un fatturato pari o superiori a 40 milioni di euro. Le imprese destinatarie della direttiva, se adottata, dovranno i) integrare la *due diligence* nelle loro politiche aziendali; ii) individuare gli effetti negativi reali o potenziali sui diritti umani e sull'ambiente; iii) prevenire o attenuare gli effetti potenziali; iv) porre fine o ridurre al minimo gli effetti reali; v) istituire e mantenere una procedura di reclamo; vi) monitorare l'efficacia delle policy e delle misure di *due diligence*; vii) pubblicare annualmente le attività di analisi e approfondimento degli impatti e le iniziative intraprese a riguardo. In dottrina, sulla proposta M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contr. Impr.*, 1, 2023, 54 ss.; M. COSSU, *Tassonomia finanziaria e normative dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario*, in *Banca imp. soc.*, 3, 2022, 474-475; P. DAVIES ET AL., *Commentary: The European Parliament's Draft Directive on Corporate Due*

contrattazione bancaria, in particolare in ordine alle decisioni di concessione del credito, per esempio includendo nella valutazione del merito creditizio anche l'apprezzamento dei rischi di sostenibilità; regole, infine, funzionali al governo dei prodotti finanziari, ad incidere sulla loro distribuzione e a consentire investimenti adeguati alle preferenze di sostenibilità degli investitori.

In questa ampia visione, che integri nelle politiche legislative economia reale ed economia finanziaria, gli investimenti sostenibili – una formula di sintesi che sta ad individuare gli investimenti in attività economiche che contribuiscono a realizzare un obiettivo *ambientale* ovvero *sociale*, a condizione che non arrechino danno l'uno all'altro e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona *governance*⁶ – possono giocare un ruolo importante. Peraltro,

Diligence and Corporate Accountability, in *Riv. soc.*, 2021, 276 ss.; P. KRÜGER ANDERSEN ET AL., *Response to the Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence by Nordic and Baltic Company Law Scholars*, *Nordic & European Company Law – LSN Research Series – No. 22-01*; L. ENRIQUES, *The European Parliament Draft Directive on Corporate Due Diligence and Accountability: Stakeholder Oriented Governance on Steroids*, in *Riv. soc.*, 2021, 319 ss.; M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, *ivi*, 5/6, 2019, 992 ss.

⁶ L'investimento sostenibile è definito dall'art. 2, comma 1, n. 17, del Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, cd. Regolamento *Sustainable Finance Disclosure Regulation* o *SFDR*. La disposizione lo definisce come investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo *ambientale*, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti: (i) l'impiego di energia, (ii) l'impiego di energie rinnovabili, (iii) l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, (iv) la produzione di rifiuti, (v) le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare, ovvero un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo *sociale*, in particolare: (i) un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, (ii) un investimento che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, (iii) un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate, a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona *governance*, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali.

In tema di trasparenza, sul presupposto dell'esistenza di un'ampia varietà di prodotti finanziari con diversità di caratteristiche di sostenibilità e ambizioni etiche, la disciplina europea distingue (e gradua gli obblighi informativi) tra prodotti

sebbene diffusa, è obsoleta l'idea che l'investimento sostenibile e l'adesione ai suoi principi implichi il sacrificio di un ritorno finanziario per rendere il mondo un posto migliore⁷.

finanziari che promuovono «tra le altre caratteristiche, caratteristiche ambientali o sociali o una combinazione di tali caratteristiche» nel rispetto di prassi di buona *governance* (art. 8, Reg. 2019/2088) e prodotti che hanno «come obiettivo investimenti sostenibili» (art. 9, Reg. 2019/2088), quindi prodotti, questi ultimi, con lo scopo di contribuire ad un obiettivo ambientale o sociale, pur sempre, nel rispetto di prassi di buona *governance*. Sul tema, M. SIRI e S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca imp. soc.*, 1, 2020, 19-20; in particolare, sulle difficoltà definitorie, M. COSSU, *Tassonomia finanziaria e normative dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario*, cit., 461 ss.; evidenziano la non sovrapposibilità tra le definizioni del Regolamento Tassonomia e del Regolamento SFDR, D.A. ZETZSCHE e L. ANKER-SØRENSEN, *Regulating Sustainable Finance in the Dark*, in *European Business & Organisation Law Review*, vol. 23, 1, 2022, 67-68 e nota 66.

⁷ Ne discorrono R.G. ECCLES e S. KLIMENKO, *The Investor Revolution. Shareholders are getting serious about sustainability*, in *Harvard Business Law Review*, 2019. Questa impostazione deriverebbe dalla diffusa confusione con il *socially responsible investing* – SRI. Viceversa, la particolarità della nuova generazione di investimenti sostenibili consisterebbe nel fatto che «it focuses only on “material” ESG issues that impact a firm’s valuation – for example, greenhouse gas emissions are material for an electric utility company but not for a financial services firm; supply chain management is material for an apparel company using low-cost workers in developing countries but not for a pharmaceutical company». Cfr. inoltre F. RIGANTI, *Regolazione del mercato e “fine di lucro”. Spunti per una ricerca attualizzata in tema di sostenibilità*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, 2022, secondo il quale, pur ponendosi in prospettiva marcatamente a favore dello *shareholders' value*, i fattori ESG hanno indubbia rilevanza pratica: il loro rispetto «pare porsi sia come finalità dell'azione di governo societario (nella misura in cui ciò sia proporzionato e ragionevole agli obiettivi imprenditoriali), sia e a monte come modalità di estrinsecazione della stessa [...], secondo un'impostazione che intende leggere nel rispetto degli indici in oggetto un elemento non antitetico, bensì incentivante, la realizzazione di (ulteriori) profitti». Sul punto, M. STELLA RICHTER JR, *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 1, 2021, *passim*, in particolare 15, approfondisce le frizioni e la disomogeneità dei criteri ESG, segnatamente tra *Environmental and Social* (da un lato) e *Governance* (dall'altro), talché «il perseguimento di finalità sociali può andare a detrimento degli aspetti ambientali e viceversa». Sul piano dei rendimenti si v. G. ECCLES, I. IOANNOU e G. SERAFEIM, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, in *Management Science*, 60, 11, 2014, 2849, ove si sottolinea che «during the 18-year period (1993-2010, ndr) we studied, the *High Sustainability* firms outperformed the *Low Sustainability* ones in terms of both stock market and accounting measures while the market did not actually expect this outperformance». Cfr. inoltre M. KHAN, G. SERAFEIM, A. YOON, *Corporate*

Senza remore: dietro all'odierna tendenza degli investitori a scegliere prodotti ESG-oriented⁸ si cela certamente un effetto moda, una volontà cioè di cavalcare l'effetto rialzista dei mercati rispetto a prodotti orientati verso valori di natura non finanziaria. Tuttavia, questa forte corrente sembra determinata da ulteriori ragioni: accanto alla ricerca di strategie di miglioramento delle *performance* del proprio portafoglio incide – in particolar modo per gli investitori istituzionali – la volontà di gestire rischi reputazionali, regolamentari e finanziari a lungo termine⁹, mentre soprattutto tra gli investitori *retail* ha un suo peso anche la c.d. spinta etica¹⁰.

sustainability: First evidence on materiality, in *The Accounting Review*, 91, 6, 2016, 1697 ss.

⁸ Con l'oramai noto termine ESG si intendono i valori di natura non finanziaria relativi ai fattori ambientale (E – *environment*), sociale (S – *social*) e di buona *governance* (G). Negli ultimi tempi il tema della preferenza degli investimenti orientati da tali criteri è divenuto oggetto di numerose ricerche. Si veda, tra gli altri, G. UNRUH, D. KIRON, N. KRUSCHWITZ, M. REEVES, H. RUBEL, A. MEYER ZUM FELDE, *Investing for sustainable future*, in M.I.T. Sloan Mgmt. Rev., 2016, consultabile in <http://sloanreview.mit.edu/sustainability2016>. Sul punto è stato sottolineato che in questo contesto il termine *governance* è ambiguo. Così, H. LIANG e L. RENNEBOOG, *Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: A Review of the Literature*, in *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper*, 701, 2020, 2. Più in generale, G. B. PORTALE, *La corporate social responsibility alla ricerca di effettività*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 6, 2022, 947, ha di recente sostenuto che l'acronimo inglese ESG altro non è che l'aggiornamento lessicale di CSR (*corporate social responsibility*) e che non sembra aggiungere molto al tema.

⁹ Cfr. A. EDMANS, *The End of ESG*, in *ECGI Working Paper Series in Finance*, 847, 2022; se ne discorre anche in N. LINCIANO, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA, *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione Europea*, in *Quaderni di Finanza sostenibile Consob*, 2021, 72 e ss.

¹⁰ Secondo uno studio di A. AMEL-ZADEH e G. SERAFEIM, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, in *Harvard Business School Working Paper*, No. 17-079, 2017, 12-14, «a large majority of investors (82%) consider ESG information when making investment decisions. The percentage is not statistically different between large (above the median AUM of US \$ 5 billion) and small investors but increase to 93% for investors in the high group in terms of ESG allocation (above the median of 5% of AUM), compared to 75% for investors with an ESG allocation below the median. [...] A significantly smaller percentage of US investors (75%) compared to those from Europe (84%) responded that they consider ESG information in investment decisions». Lo studio inoltre evidenzia che «the use

Di là delle specifiche e reali motivazioni al fondo delle scelte d'investimento sostenibili, è indubbio che una consistente parte degli investitori, anche non istituzionali, abbia iniziato a considerare i fattori di sostenibilità¹¹, ossia le «problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva» (così l'art. 2, comma 1, n. 24, del Regolamento *SFDR*).

Nello spazio segnato da questa frattura, accade allora che si creino nuove (o si rinsaldino preesistenti) vulnerabilità, tra cui le più rilevanti paiono quelle legate a:

i) difficoltà di accesso alle informazioni relative alle caratteristiche di sostenibilità¹²;

of ESG information is driven primarily by financial rather than ethical motives, but that there is considerable variation across geographies. Ethical motives seem to play a larger role in Europe compared to the US and, consistent with this, the former believe more strongly that engagement with companies can bring change in the corporate sector and address ESG issues».

¹¹ Sul tema dell'interessamento a tematiche ESG nelle scelte d'investimento, almeno con riferimento agli investitori italiani, si v. D. COSTA, M. GENTILE, N. LINCIANO, *Interesse verso gli investimenti sostenibili. Un esercizio di caratterizzazione degli investitori italiani sulla base delle indagini CONSOB*, in *Quaderni di Finanza sostenibile Consob*, 2022. In particolare, dalla ricerca emerge che nel 2021 a fronte di un 74% di investitori interessati agli investimenti sostenibili, solo il 17% lo è indipendentemente dal rendimento atteso. Dal più recente rapporto CONSOB sulle scelte di investimento delle famiglie italiane nel corso del 2022 (consultabile in <https://www.consob.it/web/area-pubblica/report-famiglie>) il 15% è interessato ad investimenti sostenibili anche a fronte di un rendimento più basso, il 29% solo a parità di rischio e rendimento, il 19% solo se il rendimento è più alto. Completano la statistica il 17% di non interessati e il 20% di investitori non in grado di fornire una risposta. In chiave prospettica, sono interessanti i dati relativi alla propensione degli intervistati ad investire in investimenti sostenibili nei prossimi due anni: il 57% intende investire in investimenti ESG (il 24% tutto o una parte importante del proprio portafoglio, il 33% solo una piccola parte), il 13% non è intenzionato a farlo, il 30% non lo sa.

¹² Sul problema del reperimento delle informazioni non finanziarie la Commissione europea ha intrapreso il percorso di costituzione di un *database* unico europeo di raccolta delle informazioni finanziarie e non finanziarie (c.d. ESAP) che sarà gestito dall'ESMA. Secondo la relativa proposta di regolamento (COM/2021/723 final) il *database* contribuirà a integrare i servizi finanziari e i mercati dei capitali nel mercato unico, ad allocare i capitali in modo più efficiente e a promuovere lo sviluppo delle economie e dei mercati dei capitali nazionali di dimensioni inferiori. Il punto unico d'accesso, inoltre, nei propositi di Parlamento e Consiglio consentirà ai soggetti

- ii) mancanza (o insufficienza) di conoscenze, competenze ed esperienze per valutare le possibilità d'investimento con riferimento alle proprie preferenze di sostenibilità¹³;
- iii) rischi di *green* e *social-washing*¹⁴.

A queste vulnerabilità degli investitori si collegano – secondo una dinamica finanziaria classica – i rischi di investimenti inadeguati e di non corretta allocazione delle risorse, con tutte le possibili conseguenze a livello sistemico.

Si delinea dunque un quadro che rappresenta una nuova declinazione del tema delle asimmetrie strutturali delle contrattazioni finanziarie. Occorre allora riflettere in ordine alle interazioni dell'investitore *retail* e dell'intermediario con la novellata disciplina finanziaria, in particolare in tema di rapporto tra valutazione di adeguatezza e considerazione delle preferenze di sostenibilità dell'investitore, nonché sul ruolo che l'art. 21 TUF può svolgere nella trasformazione del paradigma finanziario.

non quotati, comprese le piccole e medie imprese, di rendere disponibili informazioni su base volontaria, facilitando il loro accesso al capitale. In particolare, sul tema che ci interessa, la proposta di regolamento sostiene che «l'ESAP garantirà un facile accesso a una più ampia gamma di informazioni in maniera tempestiva ed efficiente, aprendo così orizzonti nuovi. Gli investitori risparmieranno altresì tempo e risorse per la ricerca e il trattamento delle informazioni. L'ESAP contribuirà ad affrontare la crescente necessità di dati relativi alla sostenibilità da parte delle imprese, contribuendo così agli obiettivi della finanza sostenibile e del Green Deal».

Sul punto di accesso unico europeo, F. ANNUNZIATA, D. COLONNELLO e A. LUPOI, *La mappatura dei prodotti finanziari nella prospettiva della tutela del risparmiatore*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2023, 71-80.

¹³ Cfr., *infra*, par. 2, spec. note 15 e 16.

¹⁴ Il noto neologismo è tratto dal verbo *whitewash* che significa imbiancare e che è inteso, nel contesto di cui si discorre, nell'accezione di velare, nascondere. La sua prima elaborazione concettuale si fa risalire a T. WAHIDA SHANAN, *Green Washing: An Alarming Issue*, in *ASA University Review*, 7, 1, 2013, 81 ss. Con l'espressione si fa riferimento, dunque, alla pratica commerciale consistente nella costruzione di un'immagine positiva in relazione all'impatto ambientale del prodotto, qui finanziario, che non corrisponde al vero. Ciò conduce ad un deterioramento reputazionale e alla perdita di fiducia nei prodotti finanziari sostenibili. Un rischio che, come è stato rilevato, non viene in rilievo solo nel momento *ex ante*, nella fase di emissione, ma anche in quello *ex post*, nella fase di reportistica, monitoraggio e valutazione d'impatto. In questi termini, J. M. SCHMITTMANN e C. HAN TENG, *How green are green debt issuers?*, in *International Monetary Fund Working Paper*, 2021, 10.

2. La valutazione di adeguatezza degli investimenti finanziari al confronto con i nuovi parametri di sostenibilità degli investitori.

È noto che dinanzi al problema dell'asimmetria conoscitiva ed esperienziale che connota le contrattazioni finanziarie, la normativa abbia imposto un dovere di diligenza rafforzato in capo all'intermediario finanziario; un dovere che si traduce nella c.d. *know your customer rule*, quale principio conformativo del comportamento dell'intermediario¹⁵, e che conduce a valle nella valutazione di adeguatezza degli investimenti¹⁶.

¹⁵ In questo senso, R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, in *Giustizia Civile*, 2, 2020, 326. Cfr. inoltre, *infra*, nota 29.

L'ingresso della *know your customer rule* risale alla L. n. 1 del 2 gennaio 1991, c.d. Legge SIM, recante la disciplina dell'attività d'intermediazione mobiliare e disposizione sull'organizzazione dei mercati mobiliari. L'art. 6, comma 1, lett. d) della L. n. 1/1991 prevedeva il dovere per le società d'intermediazione, nello svolgimento delle loro attività, di «acquisire preventivamente le informazioni sulla situazione finanziaria del cliente rilevanti ai fini dello svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare». In seguito, la direttiva 93/22/CEE si è espressa più diffusamente disegnando la regola KYC come obbligo dell'impresa di investimento di «informarsi sulla situazione finanziaria dei suoi clienti, sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi per quanto concerne i servizi richiesti». Sul tema, F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993. Oggi, l'art. 21, comma 1, lett. b), TUF prevede il dovere di «acquisire le informazioni necessarie dai clienti». Sottolinea F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 1, 2008, 30, che tale dovere è «sconosciuto al diritto comune» e che il suo fondamento giuridico ed economico deve essere rintracciato nella «natura spiccatamente fiduciaria del rapporto tra investitore e intermediario».

¹⁶ Sul tema delle conseguenze della violazione della *suitability rule* nell'ambito dei contratti d'investimento, A. TUCCI, *Il contratto inadeguato e il contratto immeritevole*, in *Contr. Impr.*, 3, 2017; nella vigenza di MiFID I, F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, cit., 25 ss. Allargando il campo d'indagine, R. NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi del credito, di investimento e di assicurazione*, cit., *passim*, spec., per i servizi e le attività d'investimento, p. 108 ss. Sulla convivenza di una varietà di tutele, M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *questa Rivista*, suppl. I, 2020, 145 ss. Traccia il percorso della regola di adeguatezza dall'origine statunitense e inglese sino alla nuova impostazione europea, D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017.

Nel contesto odierno, la *suitability rule* deve però confrontarsi anche con la valutazione delle propensioni alla sostenibilità dell'investitore e l'integrazione di tali orientamenti etici nel processo valutativo potrebbe consentire di apprestare rimedi ulteriori. In altre parole, dinanzi a ipotesi di inadeguatezza dell'investimento rispetto alle preferenze di sostenibilità non sembra implausibile immaginare l'azionabilità di una tutela a protezione dell'interesse anche non economico dell'investitore¹⁷. La complessità del tema dei rimedi impone di rinviare ad appositi spazi di riflessione, fatto salvo per un primo e preliminare inquadramento che qui si propone.

Esplorando terreni ulteriori rispetto a quelli – inefficienti sul piano dell'economia dei rimedi – riguardanti la lesione di un interesse patrimoniale¹⁸, è possibile configurare astrattamente varie forme di

¹⁷ Sulla selezione dello strumento rimediabile per la tutela del singolo investitore – non già nell'ipotesi di inadeguatezza dello strumento finanziario rispetto alla tolleranza al rischio o ad altri parametri di tipo finanziario quanto al caso di disallineamento con le preferenze di sostenibilità – non risultano ancora svolte approfondite riflessioni. Alcuni spunti sono presenti in D. BUSCH, *Sustainability Disclosure in the EU Financial Sector*, in *European Banking Institute Working Paper Series 2021*, 70, 38-39, ove si conclude per la necessità di una riflessione “fuori dagli schemi” e ID., *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 18, 3, 2023, 326, secondo cui la Commissione europea dovrebbe considerare l'introduzione di «truly European liability rules for a breach of the sustainability-related disclosure rules and fiduciary duties included in the SFDR» sul presupposto che «the traditional private law consequences for a breach of a rule or duty may not be entirely adequate in the current context». Sull'aspetto l'A. continua: Suppose that it is clear that a financial adviser rendered an investor the wrong advice in the sense that it advised financial products that are not sustainable, whereas the financial adviser advised him or her that they were, and also suppose that the adviser should have known or even knew that the financial products were not sustainable. Sustainability and return on investment are not necessarily correlated. It is therefore conceivable that the investor did not suffer any damages due to the inadequate advice. A traditional tort claim for damages or damages for breach of contract may therefore not always work in this context. If it was clear to the financial adviser that a certain degree of sustainability was crucial to the investor, the latter should perhaps have the power to annul the contract, triggering restitutionary claims in both directions, but that may not necessarily have the desired effect either. After all, what the investor wants is to be put in a position that his or her investments are as sustainable as he or she expected them to be based on the financial adviser's».

¹⁸ In quanto inadatti a tutelare tutte le ipotesi di andamento positivo del prodotto finanziario collocato per le sue caratteristiche di sostenibilità poi rivelatesi insistenti. Vero è che in presenza di una perdita economica dell'investitore in

responsabilità, ivi compresa la responsabilità da inadempimento contrattuale per lesione di un interesse non patrimoniale¹⁹.

relazione all'andamento del prodotto finanziario, potrebbe essere azionata una tutela volta a rilevare la violazione delle regole di adeguatezza anche con riferimento alle preferenze di sostenibilità: ove l'investitore riesca a dimostrare di aver sottoscritto lo strumento finanziario in questione in ragione delle sue non riscontrate caratteristiche di sostenibilità, egli potrebbe ambire ad un risarcimento del danno pari alla differenza tra il capitale investito e il valore residuo del prodotto finanziario, ossia un ripristino dello stato patrimoniale precedente all'investimento.

Tuttavia, una responsabilità così coniugata non sarebbe idonea a tutelare l'interesse non patrimoniale dell'investitore, essendo il danno rimesso – sia nell'*anche* nel *quantum* – alla *performance* finanziaria del prodotto. Così, nell'ipotesi di andamento finanziario positivo del prodotto non sarebbe configurabile un danno e, di conseguenza, una responsabilità.

¹⁹ Il contratto, infatti, non è più soltanto strumento di circolazione della ricchezza, a contenuto e rilievo esclusivamente patrimoniale, ma anche mezzo di soddisfacimento di bisogni e interessi non patrimoniali¹⁹. Parimenti, con l'abbandono della tesi della natura unicamente patrimoniale del danno contrattuale come conseguenza della patrimonializzazione dell'interesse non patrimoniale di cui all'art. 1174 c.c. (cfr. A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, Milano, 1979, 131) la responsabilità da inadempimento ha guadagnato nuovi spazi.

Sull'affermazione della regola di risarcibilità del danno non patrimoniale da inadempimento, Cass., Sez. Un., 11 novembre 2008, nn. 26972, 26973, 26974, 26975, la prima pubblicata in *Resp. civ. prev.* 2009, 38 ss., con note di P.G. MONATERI, *Il pregiudizio esistenziale come voce di danno non patrimoniale*, di E. NAVARRETTA, *Il valore della persona nei diritti inviolabili e la complessità dei danni non patrimoniali*, di D. POLETTI, *La dualità del sistema risarcitorio e l'unicità della categoria dei danni non patrimoniali*, di P. ZIVIZ, *Il danno non patrimoniale: istruzioni per l'uso*; in *Foro it.*, 2009, I, c. 120 ss., con note di R. PARDOLESI e R. SIMONE, *Danno esistenziale e (sistema fragile): "die hard"*, di G. PONZANELLI, *Sezioni Unite: il nuovo statuto del danno non patrimoniale* e di E. NAVARRETTA, *Il valore della persona nei diritti inviolabili e la sostanza dei danni non patrimoniali*; in *Danno e resp.*, 2009, 19 e ss., con note di A. PROCIDA MIRABELLI DI LAURO, *Il danno non patrimoniale secondo le Sezioni Unite. Un "de profundis" per il danno esistenziale*, di S. LANDINI, *Danno biologico e danno esistenziale nelle sentenze della Cass. SS.UU. 26972, 26973, 26974, 26975/2008*, di C. SGANGA, *Le Sezioni Unite e l'art. 2059 c.c.: censure, riordini e innovazioni del dopo principio*.

In questo senso, in dottrina già prima del pronunciamento della Cassazione, con varietà di percorsi argomentativi, G. BONILINI, *Il danno non patrimoniale*, Milano, 1983; V. ZENO-ZENCOVICH, *Danni non patrimoniali e inadempimento*, in G. VISINTINI (a cura di), *Risarcimento del danno contrattuale ed extracontrattuale*, Milano, 1984, 109 ss.; ID., *Interesse del creditore e danno contrattuale non patrimoniale*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 77 ss.; M. COSTANZA, *Danno non patrimoniale e responsabilità contrattuale*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1987, 127 ss.; C.

Dunque, danno non patrimoniale – anche alla luce dell’interpretazione adeguatrice degli artt. 2059 e 1218 c.c. alla Costituzione nonché della recentissima introduzione di ulteriori referenti normativi costituzionali, di cui alla L. Cost. 11 febbraio 2022, n. 1 – e accertamento dell’offesa di un valore della persona di rango costituzionale, in assenza di un collegamento con il nesso tipizzante di cui all’art. 185 c.p. (per il risarcimento del danno non patrimoniale da reato) o con altre fattispecie tipizzate.

Nella varietà di ipotesi concrete verificabili, quelle rilevanti possono ridursi a due: i) il prodotto collocato dall’intermediario si rivela inadeguato sotto il profilo ESG e parimenti dal punto di vista della *performance* finanziaria; ii) il prodotto risulta insensibile agli obiettivi eco-sostenibili ma remunerativo dal punto di vista economico.

Tra le due, la seconda ipotesi, com’è intuibile, è la più problematica, soprattutto nella prospettiva dell’interesse patrimoniale. Al contrario, il rimedio del risarcimento del danno non patrimoniale non andrebbe in contraddizione per la diversità di presupposti con l’andamento positivo della *performance* finanziaria e, dunque, con il lucro economico corrispondente al coesistente, ma diverso, interesse economico dell’investitore.

Non certo esenti da difficoltà sono l’allegazione e la prova del danno corrispondente al disagio patito dall’investitore nel constatare la non attitudine dello strumento finanziario sottoscritto a realizzare obiettivi di eco-sostenibilità o, magari, nell’aver messo a disposizione le proprie disponibilità finanziarie ad imprese note per la violazione dei diritti umani, ad imprese fossili, ecc.; nei relativi giudizi, sarebbe allora indispensabile fornire una contestualizzazione delle circostanze dell’illecito, dimostrazioni di fatto e allegazioni per consentire al giudice di formulare un giudizio di serietà del pregiudizio sofferto. Difficoltà che però contribuiscono al raggiungimento di quell’equilibrio tra, da un lato, l’aspettativa della reazione dell’ordinamento e il conseguente risarcimento della lesione

SCOGNAMIGLIO, *Il danno non patrimoniale contrattuale*, in (a cura di) S. MAZZAMUTO, *Il contratto e le tutele. Prospettiva di diritto europeo*, Torino, 2002, 467 ss.; M. RABITTI, *Il danno non patrimoniale da inadempimento contrattuale*, in *Resp. civ. prev.*, 2004, 340 ss.; A. LIBERATI, *Il danno non patrimoniale da inadempimento*, Padova, 2004.

dell'interesse giuridicamente protetto e, dall'altro lato, l'esigenza di controllare l'espansione smisurata della responsabilità.

Si diceva della *suitability rule*. Sul punto, la Commissione europea si è mossa nella direzione di integrare le valutazioni di sostenibilità proprio nel giudizio di adeguatezza degli investimenti finanziari ad opera degli intermediari. In effetti, con il Regolamento delegato (UE) 2021/1253²⁰ – entrato in vigore il 2 agosto 2022 – è stato integrato il regolamento attuativo della MiFID II introducendo previsioni in tema di sostenibilità. In particolare, il Regolamento 2021/1253 ha introdotto all'art. 2 del Regolamento 2017/565 la preferenza di sostenibilità, definendola come «la scelta, da parte di un cliente o di un potenziale cliente, di integrare o meno, e se sì in che misura, nel suo investimento uno o più dei seguenti strumenti finanziari»:

i) uno strumento finanziario per il quale il cliente o potenziale cliente determina che una quota minima deve essere investita in *investimenti ecosostenibili* (art. 2, punto 1, Reg. 2020/852);

ii) uno strumento finanziario per il quale il cliente o potenziale cliente determina che una quota minima deve essere investita in *investimenti sostenibili* (art. 2, punto 17, Reg. 2019/2088);

iii) uno strumento finanziario che considera i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità laddove elementi qualitativi o quantitativi comprovanti tale presa in considerazione sono determinati dal cliente o potenziale cliente (c.d. PAI – *Principal Adverse Impacts*).

Sullo stesso fronte, decisamente significativa è la modifica dell'art. 54 del Regolamento 2017/565, il quale novellato testo prevede delle innovazioni in tema di valutazione delle informazioni, raccomandazione degli investimenti e prestazione del servizio di consulenza.

Anzitutto, la norma oggi prescrive che gli intermediari finanziari debbano assumere tutte le informazioni rilevanti al fine di raccomandare investimenti che siano non soltanto corrispondenti agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio, ma anche alle «sue eventuali preferenze di sostenibilità» (par. 2). La

²⁰ 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.

disposizione, poi, entra più nel dettaglio e chiarisce che le imprese di investimento, nel valutare le informazioni riguardanti gli obiettivi di investimento di un cliente, devono porre la propria attenzione non più soltanto sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, sulle preferenze in materia di assunzione del rischio, sulla tolleranza al rischio e sulle finalità d'investimento, ma anche sulle sue preferenze di sostenibilità (par. 5)²¹.

Ebbene, la lettura delle citate modifiche suggerisce l'idea che una spinta conformativa dei comportamenti degli intermediari finanziari e il rispetto delle preferenze di sostenibilità degli investitori possano derivare efficacemente non già dagli obblighi di *disclosure*²² (come in

²¹ Sul punto F. ADRIA, N. LINCIANO, F. QUARANTA, P. SOCCORSO, *Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza. Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani*, in *Discussion papers Consob*, 2022, consultabile in *consob.it*, attenziona il profilo della compromissione dell'interazione tra intermediario e cliente a causa di alcuni *bias* comportamentali. In particolare, si evidenzia che il riferimento ai comuni stereotipi, quali «la tendenza a ritenere che un individuo condivida le preferenze del gruppo sociale di appartenenza, potrebbe influenzare la valutazione di adeguatezza e l'informativa al cliente. Ad esempio, le donne e le persone giovani, ad alto reddito e con un elevato livello di istruzione sono generalmente considerate più attente ai temi della sostenibilità rispetto ad altri investitori»; in questo senso, sopravvalutare le evidenze «a sostegno di tali stereotipi potrebbe indurre a ignorare le motivazioni e le preferenze di clienti che non appartengono a questi gruppi». Cfr. su quest'ultimo aspetto M. J. ROSZKOWSKI e J. E. GRABLE, *Estimating Risk Tolerance: The Degree of Accuracy and the Paramorphic Representations of the Estimate*, in *Journal of Financial Counseling and planning*, 16, 2, 2005.

²² Critica l'esaltazione degli obblighi di informazione, P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-europeo delle fonti*, vol. IV, *Attività e responsabilità*, Napoli, 2020, 39-40 e 88-92; già in precedenza, sul necessario ridimensionamento del ruolo attribuibile all'informazione (*rectius*, al consenso informato) nella tutela del contraente più debole, cfr. ID., *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2003, 428 ss. e ID., *Nuovi profili del contratto*, in *Rass. dir. civ.*, 2000, 545 ss.; analizza l'ispirazione e l'efficacia delle discipline costruite intorno all'informazione, R. DI RAIMO, *Autonomia privata e dinamiche del consenso*, Napoli, 2003, 151 ss.; ID., *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in F. CORTESE e F. SARTORI (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010, 44 ss. e 51 ss.; ID., *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 4, 2014, 1114 ss.; sul tema, significativo, A. MUSY, *Il dovere di informazione. Saggio di diritto comparato*, Trento, 1999, 3 ss., il quale conia l'espressione "contratto informato" e

parte riconosciuto dall'ESMA²³) quanto dall'integrazione delle norme previste in tema di adeguatezza con i parametri ESG²⁴.

La disponibilità di informazioni non finanziarie da parte degli investitori *retail* non pare poter rappresentare una soluzione al problema della incapacità dell'investitore non professionale di comprendere le caratteristiche dell'investimento finanziario²⁵, in particolare a fronte di una complessità degli strumenti aumentata da nuovi parametri di adeguatezza²⁶. Con riferimento agli investimenti finanziari, per così dire, eticamente neutri, la *disclosure* non ha rappresentato una soluzione²⁷ ed è allora lecito chiedersi se possa divenire determinante oggi, se fornire cioè informazioni non finanziarie

avanza delle perplessità rispetto alla sua progressiva accettazione quale nuovo dogma, giacché esso «presenta dei limiti oggettivi quando lo si cerca di misurare con il dato reale».

²³ ESMA, *Esma strategy 2023/2028*, 24, «While ESMA recognises that *disclosure has its limits*, by providing easy access to high-quality information, ESMA will empower retail investors to make well-informed investment decisions».

²⁴ Così anche A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *questa Rivista*, 3, 2022, *passim*, spec. 515.

²⁵ Pur a fronte del limitato ruolo riconoscibile agli obblighi informativi precontrattuali, in dottrina si segnalano diverse perplessità: anzitutto il rischio, già segnalato, che gli investitori non siano in grado di considerare e comprendere adeguatamente l'enorme mole di informazioni; l'incertezza derivante dalle formule linguistiche “prodotti che promuovono caratteristiche ambientali e sociali” e “prodotti aventi come obiettivo investimento sostenibili” nonché dalla vaghezza del principio del “non arrecare un danno significativo”; infine, con riguardo alle imprese medio piccole, la difficoltà e la gravosità economica di reperire e fornire tutte le informazioni richieste dalla regolamentazione. Così, E. BELLISARIO, *Le “autorità private” nell'era della sostenibilità. Gli impatti dell'ESG disclosure regulation e del taxonomy regulation*, in *Actualidad Juridica Iberoamericana*, 16 bis, 2022, 121. Cfr., inoltre, G. AMATO, N. PIEROTTI, R. BENVENUTO, *Regolamento SDFR e norme tecniche di attuazione: la “sfida” delle sustainability disclosures*, in *dirittobancario.it*, 2020.

²⁶ Di diverso avviso è la commissaria per i servizi finanziari, la stabilità finanziaria e l'Unione dei mercati dei capitali, Mairead McGuinness, la quale – in occasione del recente avvio della consultazione pubblica sul Regolamento (UE) 2019/2088 – ha affermato che «le informazioni sulla sostenibilità sono fondamentali per consentire agli investitori di prendere decisioni informate sui loro investimenti» (si v. *dirittobancario.it/art/sfdr-consultazione-commissione-ue-sullinformativa-sulla-sostenibilita*).

²⁷ Cfr., *supra*, nota 19.

con lo scopo di ridurre il disallineamento conoscitivo tra le parti possa essere sufficiente per rendere l'investitore consapevole delle sue scelte d'investimento.

Alcuni studi analizzano quanto e con quale scopo gli investitori utilizzino le informazioni non finanziarie nelle loro scelte d'investimento ma senza concentrarsi sulla valutazione qualitativa e sull'utilizzo consapevole (o meno) di tali informazioni²⁸. Alla luce delle citate precedenti esperienze nella contrattazione finanziaria, è ragionevole ritenere che, in ossequio alla richiamata *know your customer rule*, soltanto l'intermediario, quale soggetto in possesso di maggiori conoscenze e competenze e titolare di un ufficio di diritto privato²⁹, sia in grado di tradurre le propensioni non economiche

²⁸ Considerazioni che possono ritenersi simili si rintracciano in A. AMEL-ZADEH e G. SERAFEIM, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, cit., 18, comparando utilizzo delle informazioni ESG e relative aspettative degli investitori: «full ESG integration is considered the most beneficial investment strategy by investors in terms of its impact on investment performance. The rating for this strategy is statistically higher than for any other strategy except for active ownership, which is the second highest ranked ESG strategy. 61% of investors believe that full ESG integration and 53% believe direct engagement with companies on ESG issues has a moderately or significantly positive impact on financial returns. In contrast, only 6% and 7%, respectively, believe these strategies to have a moderately or significantly negative impact on returns [...] The third most beneficial investment strategy is positive screening for which 60% of investors believe the financial impact to be moderately or significantly positive and 11% think the opposite. However, this strategy is much less frequently used».

²⁹ Per un approfondimento dell'impianto concettuale, R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, in *Giustizia civile*, 2, 2020, 321 ss.; ID., *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 66 ss.; ID., *Dopo la crisi, come prima e più di prima (Il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica)*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti. Le condotte e i contratti*, Milano, 2014, 66 ss.; ID., *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, cit., 1106 ss.; D. MAFFEIS, *Clausola e causa nel diritto civile della finanza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 4, 2023, 938 ss.; ID., *Il conflitto di interessi e la tutela degli investitori*, in G. GITTI, M. MAUGERI e M. NOTARI (a cura di), *I contratti per l'impresa. Banca, mercati, società*, II, cap. XII, Bologna, 2012, 227 ss.; ID., *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in ID. (a cura di), *Swap tra banche e clienti, Le condotte e i contratti*, cit., 3 ss.; ID., *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 3, 67 ss. Sul presupposto teorico delle

dell'investitore *retail*, e in questo senso in effetti sono orientate le linee guida dell'ESMA³⁰.

Secondo l'autorità europea, in particolare, «[l]e imprese dovrebbero far sì che le politiche e le procedure attuate per comprendere le caratteristiche, la natura e gli elementi dei prodotti di investimento (compresi i costi e i rischi) consentano loro di raccomandare investimenti adeguati o di investire in prodotti adeguati per conto dei loro clienti» (orientamento generale 7, par. 71); le imprese, quindi, dovrebbero «adottare procedure, metodi e strumenti solidi e obiettivi che consentano loro di valutare adeguatamente le diverse caratteristiche, compresi fattori di sostenibilità, e i fattori di rischio pertinenti (quali il rischio di credito, il rischio di mercato, il rischio di liquidità, ecc.) di ciascun prodotto di investimento che possono raccomandare o nel quale possono investire per conto dei clienti. [...] È particolarmente importante valutare il livello di "complessità" dei prodotti, che dovrebbe corrispondere alle informazioni del cliente (in particolare per quanto riguarda la relativa conoscenza ed esperienza). Sebbene «complessità» sia un termine relativo, che dipende da diversi fattori, le imprese dovrebbero anche tenere conto dei criteri e dei principi individuati nella direttiva MiFID II nel definire e misurare adeguatamente il livello di complessità da attribuire ai prodotti ai fini della valutazione dell'adeguatezza» (orientamento di supporto, par. 72).

Quanto alla parte-intermediario, tenuta alla trasposizione degli interessi (anche) non patrimoniali di controparte, l'ESMA precisa che «[l]e imprese sono tenute a garantire che il personale coinvolto in aspetti rilevanti del processo di adeguatezza possieda un livello adeguato di conoscenze e competenze» (orientamento generale 11, par. 104), chiarendo negli orientamenti di supporto che conoscenze e competenze devono riguardare anche «i criteri delle preferenze di sostenibilità»³¹.

costruzioni sopra richiamate, S. PUGLIATTI, *Esecuzione forzata e diritto sostanziale*, 1935, rist. Camerino, 1978, 21 ss.

³⁰ ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements* del 23 settembre 2022, trad. it. del 3 aprile 2023, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, consultabili in esma.europa.eu.

³¹ Negli orientamenti di supporto, l'ESMA precisa che il personale deve «comprendere il suo ruolo nel processo di valutazione dell'adeguatezza e possedere le qualifiche, le conoscenze e le competenze necessarie, compresa una sufficiente

3. *Una rinnovata centralità dell'art. 21 del Testo Unico Finanziario. Interesse finanziario e non finanziario dell'investitore.*

La compiuta trasformazione del paradigma trova naturale espressione nella rilettura (o, meglio, riscrittura) dell'art. 21 del Testo Unico Finanziario, previsione – sin dalla sua introduzione – centrale nella struttura giuridica del sistema finanziario e che in combinato disposto con l'art. 47 Cost. colloca nel nostro ordinamento l'attività dell'intermediario finanziario nell'area dell'agire funzionale³².

In questo contesto, la formulazione di cui all'art. 21 TUF – seppur felice, giacché ha avuto il merito di rimarcare l'interrelazione dei fini e l'incidenza della violazione di regole di comportamento inerenti ai singoli rapporti con i clienti sulla complessiva affidabilità del mercato finanziario³³ nonché, viceversa, il ruolo che l'integrità dei mercati³⁴

conoscenza delle norme e delle procedure pertinenti per l'esercizio delle responsabilità attribuitegli» e deve avere «le conoscenze e le competenze necessarie a norma dell'articolo 25, paragrafo 1, della MiFID II, anche per quanto riguarda la valutazione dell'adeguatezza. Il personale deve inoltre avere le conoscenze e le competenze necessarie in merito ai criteri delle preferenze di sostenibilità di cui all'articolo 2, paragrafo 7, del regolamento delegato MiFID II ed essere in grado di spiegare ai clienti i diversi aspetti con un linguaggio non tecnico. A tal fine, le imprese dovrebbero fornire al personale una formazione adeguata» (orientamenti di supporto, parr. 105 e 106).

³² R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, cit., 1110 ss.; cfr. anche ID., *La finanza derivata e lo spirito delle discipline recenti: dalla patologia dei rapporti alle frontiere del rischio sistemico accettabile*, in (a cura di) R. DI RAIMO e A. GENTILI, *Le negoziazioni del rischio finanziario*, Napoli, 2016, 355 ss., ove, con riferimento all'agire funzionale, si richiama P. SPADA, *Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 848.

³³ Con la precisazione che tutela e meritevolezza degli interessi individuali «non si sovrappongono *sic et simpliciter* con la garanzia della integrità del sistema finanziario», giacché la sommatoria dei rischi assunti individualmente dagli investitori non necessariamente profila uno scenario complessivamente accettabile. Ne discorre R. DI RAIMO, *La finanza derivata e lo spirito delle discipline recenti: dalla patologia dei rapporti alle frontiere del rischio sistemico accettabile*, cit., 364.

³⁴ Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato immobiliare*, cit., 146. L'A. evidenzia che la disposizione che obbliga l'intermediario a rispettare l'integrità dei mercati «non può certo intendersi nel senso di porre in capo a agli intermediari una responsabilità per il corretto andamento dei mercati nel loro complesso; piuttosto, essa va intesa nel senso di richiedere all'intermediario un comportamento che non si ponga

assume nella soddisfazione dell'interesse del cliente investitore³⁵ – dev'essere, *de iure condito*, reinterpretata includendo nei concetti di «interesse dei clienti» e di «integrità dei mercati» le preferenze e i fattori di sostenibilità.

Al fondo di questa operazione v'è l'obiettivo di non consentire al soggetto deputato a intermediare le contrattazioni di prescindere dalle tendenze etiche dell'investitore. In questo senso, l'interesse del cliente potrà quindi essere inteso come unitario ovvero composito a seconda che il singolo cliente voglia considerare i fattori di sostenibilità nelle proprie scelte d'investimento oppure intenda farne a meno.

Pertanto, pure nelle ipotesi di indifferenza dell'investitore rispetto ai temi ESG, l'intermediario deve comunque tener conto dei rischi di sostenibilità: tali rischi, infatti, specialmente negli investimenti a medio-lungo periodo, potrebbero comunque incidere sulla redditività finanziaria³⁶ e, correlativamente, sull'interesse del cliente non ESG-oriented.

Una operazione ermeneutica che, per quanto essenziale, si prospetta difficile e i cui esiti variamente applicabili, anche in considerazione degli interessi spesso strutturalmente confliggenti nell'ambito delle contrattazioni finanziarie.

In prospettiva *de iure condendo*, è auspicabile una riformulazione della norma appena richiamata sì da tener conto dei criteri di sostenibilità; in altri termini, occorre che l'ordinamento finanziario si doti sul punto di una norma di principio che non lasci spazio a manovre

in contrasto con l'ordinato svolgimento dei mercati sui quali opera». Da qui la considerazione che, in questa prospettiva, la complessiva formula legislativa appare idonea «a rafforzare il legame che sussiste tra la disciplina dei comportamenti relativamente ai rapporti con i clienti, da un lato, ed il comportamento osservato dall'intermediario nell'operare sui mercati, dall'altro». Invero, i profili sarebbero connessi poiché la soddisfazione dell'interesse del cliente presupporrebbe il rispetto delle regole di ordinato svolgimento dei mercati. Così, il «riferimento alla “integrità” del mercato [...] dovrà intendersi nel senso di sicurezza, funzionalità, efficienza, trasparenza del comportamento tenuto dall'intermediario sul mercato».

³⁵ Cfr. P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in (a cura di) E. GABRIELLI e R. LENER, *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011, 255.

³⁶ In questo senso N. LINCIANO, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA, *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione Europea*, cit., 73.

interpretative di comodo degli intermediari finanziari e, anzi, contribuisca a favorire riallocazioni delle risorse economiche verso investimenti sostenibili.

Per fornire una soluzione in tal senso, potrebbe essere opportuno specificare la natura – oramai, come si diceva – composita dell’interesse del cliente cosicché nella prestazione dei servizi e delle attività d’investimento e accessori, i soggetti abilitati si comportino con «diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l’interesse *finanziario e non finanziario* dei clienti e per l’integrità dei mercati». Al contempo potrebbe essere utile chiarire all’interno della disposizione i confini del significato di interesse non finanziario come indirizzato al miglioramento delle condizioni ambientali, sociali e concernenti il personale nonché al rispetto dei diritti umani, sulla falsariga della nozione di “fattori di sostenibilità” fornita dall’art. 2 del Regolamento UE 2019/2088 (*SFDR*).

Sul tema, in chiave elusiva, è emblematico e rafforza l’esigenza di una norma di principio quanto previsto dal nuovo art. 54, par. 10, del Regolamento delegato (UE) 2017/565³⁷. Il testo, dopo aver chiarito che l’impresa di investimento non deve raccomandare né negoziare alcun servizio o strumento se non adeguato al cliente, ripropone la medesima logica anche con riferimento alla rispondenza degli strumenti finanziari alle preferenze di sostenibilità, prevedendo inoltre un obbligo di rappresentazione al cliente delle ragioni dell’astensione.

Se la lettura si fermasse qui, si potrebbe dire che il legislatore ha intrapreso la strada di una opportuna enfaticizzazione dei parametri di sostenibilità del cliente *ESG-oriented*. Tuttavia, la norma prosegue precisando che ove nessuno strumento finanziario sia in grado di soddisfare le preferenze di sostenibilità del cliente, egli possa decidere

³⁷ Come modificato dall’art. 1, comma 6, lett. d) dal Regolamento delegato (UE) 2021/1253, il quale al considerando n. 8 esprime le ragioni della modifica in questione: «È necessario chiarire che gli strumenti finanziari che non sono ammissibili in caso di preferenze di sostenibilità individuali possono comunque essere raccomandati dalle imprese di investimento, ma non come rispondenti a tali preferenze. Quando gli strumenti finanziari non soddisfano le preferenze di sostenibilità del cliente o potenziale cliente, quest’ultimo dovrebbe avere la possibilità di adattare le informazioni sulle sue preferenze, in modo da rendere possibile la presentazione di ulteriori raccomandazioni. Al fine di prevenire la vendita impropria e il *greenwashing*, le imprese di investimento dovrebbero tenere traccia della decisione di adattare tali informazioni e della relativa spiegazione».

di adattare le proprie preferenze di sostenibilità (e che di tali modifiche – e dei relativi motivi – l’intermediario dovrà conservarne traccia).

Dunque, una sorta di riprofilatura indotta, che interviene in ausilio dell’intermediario nel caso in cui egli intenda raccomandare un prodotto non rispondente alle preferenze di sostenibilità dell’investitore.

Ebbene, la suddetta modifica pone un tema di gerarchia tra valutazioni di adeguatezza, per così dire, di vecchia (finanziaria) e di nuova (non finanziaria) generazione. Ove si ritenesse infatti che la valutazione di adeguatezza connessa alla tolleranza al rischio e alla capacità di sostenere perdite da parte del cliente fosse gerarchicamente sovraordinata rispetto alla valutazione di adeguatezza collegata alle preferenze di sostenibilità, quanto previsto dal paragrafo 10 del richiamato art. 54 (ossia la possibilità di riprofilare il cliente-investitore) diventerebbe un comportamento regolare dell’intermediario e non invece eccezionale, come pure vorrebbe l’ESMA³⁸.

In ipotesi simili, ossia in assenza di strumenti pienamente corrispondenti ai *desiderata* ESG, sarebbe stato invece auspicabile

³⁸ In questo senso sono indirizzate le *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements* del 23 settembre 2022, trad. it. del 3 aprile 2023, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, cit.

In altra prospettiva, criticano l’attuale assetto normativo A. PERRONE e A. CARDANI, *Servizi di investimento e finanza sostenibile. Le conseguenze non volute della recente disciplina europea*, in AA. VV., *La regolamentazione finanziaria: problemi aperti*, Osservatorio monetario, 2, 2022, 87-88, poiché, secondo gli autori, il presidio di maggiore efficacia, ossia la valutazione di adeguatezza, rischia di essere indebolito dall’incerto rapporto gerarchico tra rendimento finanziario e fattori di sostenibilità nella valutazione degli obiettivi di investimento del cliente poiché la disciplina amplia la discrezionalità dell’intermediario consentendo di ritenere adeguate operazioni altamente rischiose: «nel caso di distribuzione realizzata mediante servizi meramente esecutivi, come tipicamente accade con le piattaforme, l’assenza della valutazione di adeguatezza e di un *target market* negativo rendono possibile una distribuzione in cui i rischi dei prodotti finanziari sostenibili sono traslati in capo agli investitori senza alcuna tutela diversa dalla mera informazione all’investitore. Anche quest’ultimo presidio risulta, tuttavia, debole. Se, in termini generali, valgono le tradizionali cautele sulla ridotta efficacia della *disclosure* all’investitore, con specifico riferimento ai prodotti finanziari sostenibili le prescrizioni del SFDR sembrano più orientate a prevenire il greenwashing che a mettere in guardia sull’effettivo impatto dei rischi di sostenibilità sul rendimento dei prodotti finanziari messi a disposizione dagli intermediari».

imporre all'intermediario di ricercare (e proporre) investimenti quanto più rispondenti alle preferenze di sostenibilità (giacché «ad oggi sono stati sviluppati strumenti finanziari con vari livelli di ambizioni in materia di sostenibilità»³⁹), con onere di motivazione rispetto all'offerta di strumenti non allineati al profilo ESG dell'investitore. Non è infatti l'assenza di strumenti finanziari pienamente adeguati ai valori non finanziari che può indurre ad una variazione delle inclinazioni etiche di un soggetto, trattandosi chiaramente di una *fictio* ideata per superare eventuali *impasse*^{40 41}.

Tuttavia, l'ESMA nelle sue ultime linee guida sui requisiti di adeguatezza della MiFID II sostiene al paragrafo n. 81 che le preferenze di sostenibilità dovrebbero essere prese in considerazione soltanto dopo che l'adeguatezza sia stata valutata secondo i criteri di conoscenza ed esperienza, la situazione finanziaria e gli altri obiettivi di investimento. In questo modo, è nella seconda fase che potrà essere individuato il prodotto ovvero la strategia di investimento che soddisfi le preferenze di sostenibilità del cliente⁴².

L'interpretazione dell'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, a dire il vero, non è pienamente rispondente alla lettera della legge, poiché i novellati paragrafi 2 e 5 dell'art. 54 non pongono gerarchie tra i parametri ma includono le preferenze di sostenibilità negli obiettivi di investimento del cliente al pari degli altri elementi, distinguendo al più le ipotesi in cui non ci siano tali preferenze (la

³⁹ Considerando 6 del Regolamento delegato 2021/1253.

⁴⁰ Non incide sulla conclusione la precisazione dell'ESMA (orientamento 83) in merito alla circostanza che «Where a client adapts the sustainability preferences, this adaption should only refer to the investment advice in question and not to the client's profile in general».

⁴¹ In tema si è suggerito di rimettere al cliente la scelta in ordine alla gerarchia tra obiettivi di rendimento e di sostenibilità, in assenza della quale «l'analisi precisa degli interessi in gioco e la ricerca di valori fondanti e prevalenti nell'ordinamento suggerisce [...] che il rendimento sia da preferire alla sostenibilità». Cfr. M. ARRIGONI, *Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *questa Rivista*, 2, 2023, 270.

⁴² Sul punto, M. COSSU, *Tassonomia finanziaria e normative dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario*, cit., 470-471, identifica le ragioni dell'impostazione gerarchica dell'ESMA sia nella volontà di proteggere l'investitore da prodotti sostenibili finanziariamente inadeguati sia nell'intendimento di proteggere l'intermediario da responsabilità fondata sul *mismatch* tra prodotto finanziario e preferenze di sostenibilità del cliente.

norma discorre, come è giusto che sia, di «*eventuali* preferenze di sostenibilità») ⁴³.

In conclusione, occorre che i legislatori adottino una visione ampia e siano consapevoli che gli esiti della transizione non possono dipendere solo dall'attuale propensione degli investitori a scegliere prodotti finanziari sostenibili. È allora indispensabile, in primo luogo, prendere le mosse dalla normazione degli aspetti organizzativi e comportamentali dei protagonisti dell'economia reale, cioè anzitutto delle imprese; in secondo luogo, concentrarsi sull'adeguamento della disciplina della *product governance* e della *product intervention* affinché possano essere distribuiti prodotti finanziari con caratteristiche rispondenti alle esigenze ESG ed evitati il più possibile rischi di *mis-selling* ⁴⁴; infine, imporre agli intermediari la raccomandazione di investimenti realmente adeguati alle preferenze di sostenibilità degli investitori.

Le introduzioni disciplinari eurounitarie conducono a ritenere che il ruolo dell'intermediario oggi sia anche quello di farsi interprete delle preferenze di sostenibilità del cliente e di tradurle in investimenti adeguati pure sul piano dei nuovi parametri ESG, sebbene alcune previsioni rischino di vanificare sforzi e buoni propositi normativi.

⁴³ In questo senso V. COLAERT, *Integrating sustainable finance into the MiFID II and IDD Investor Protection Frameworks*, in D. BUSCH, G. FERRARINI e S. GRUNEWALD, *Sustainable finance in Europe*, Cham, 2021, 458.

Vero è anche che il considerando 5 del Regolamento delegato (UE) 2021/1253 afferma che le imprese di investimento, che forniscono consulenza in materia di investimenti, «prima di chiedere le potenziali preferenze di sostenibilità» dovrebbero «valutare gli altri obiettivi di investimento, l'orizzonte temporale e le circostanze individuali del cliente o potenziale cliente». Sul punto, decisamente critica V. COLAERT, *op. loc. cit.*

⁴⁴ Sul rapporto tra *product governance/product intervention* e *mis-selling*, di recente, F. ANNUNZIATA, D. COLONNELLO e A. LUPOI, *La mappatura dei prodotti finanziari nella prospettiva della tutela del risparmiatore*, cit., 69 ss.; C. B. MARTYSZ e J. P. RAKOWSKI, *Misselling consumer awareness study – Circumstances surrounding the occurrence of misselling*, in *International Journal of Management and Economics*, vol. 57, issue 2, 121-137, 2021, 123