

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2025

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

ADRIANA ANDREI, ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS,
SEBASTIANO BELFI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, BENEDETTA
BONFANTI, ALESSANDRA CAMEDDA, ANDREA CARRISI, GABRIELLA
CAZZETTA, EDOARDO CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO
DAVOLA, ANGELA GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, EMANUELA
MIGLIACCIO, GIANPAOLO PANETTA, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
ELEONORA RAJNERI, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA,
DAVIDE TOCCOLI, VERONICA ZERBA (SECRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

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

L'integrazione delle preferenze di sostenibilità nella valutazione di adeguatezza dell'investimento: profili sistematici e proposte rimediali

SOMMARIO: 1. Le preferenze di sostenibilità nella regolazione europea sulla finanza sostenibile. – 2. L'integrazione delle preferenze di sostenibilità negli obiettivi di investimento. – 3. Criticità sistematiche: verso un nuovo paradigma di adeguatezza? – 4. *Enforcement* privatistico e profili rimediali.

1. Le preferenze di sostenibilità nella regolazione europea sulla finanza sostenibile

La disciplina di derivazione MiFID II in tema di valutazione di adeguatezza dell'investimento, che prevede obblighi informativi e regole di comportamento in capo agli intermediari che svolgano attività di consulenza finanziaria ovvero di gestione di portafoglio di investimento, ha subito negli ultimi anni rilevanti modificazioni ad opera della recente regolamentazione europea sulla sostenibilità finanziaria.

Difatti, tra i principali obiettivi dell'attuale politica eurounitaria vi è quello di orientare i flussi di capitale verso investimenti *green* attraverso una compiuta revisione dell'attuale regolazione finanziaria, finalizzata alla definizione di un mercato finanziario non più diretto a perseguire logiche di mero profitto, bensì ispirato anche all'etica del miglioramento delle condizioni di vita umane¹, sia dal punto di vista

¹ Sulla necessità di una «programmazione interventistica per la neutralità climatica», si veda l'opera di F. CAPRIGLIONE, *Clima energia finanza. Una difficile convergenza*, Torino, 2023, nonché le riflessioni a margine di V. LEMMA, *Verso la regolamentazione dell'innovability. Riflessioni a margine del volume Clima Energia Finanza del Prof. Francesco Capriglione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, I, 20 ss., il quale tuttavia evidenzia come l'auspicata integrazione della gestione dei rischi climatici e ambientali nell'ambito del quadro prudenziale vigente da parte si scontri con la recente politica monetaria «di continui “rialzi e annunci di rialzi” in un momento in cui è necessario indebitarsi per sostenere la transizione ecologica».

ambientale che sociale², in un’ottica che può definirsi solidaristica³.

In particolare, il Reg. delegato 2021/1253⁴, con cui la Commissione

² Infatti, la Comunicazione della Commissione europea relativa al Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile del 2018, che ha fatto seguito all’Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e all’Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile del 2015, evidenzia anche attraverso esemplificazioni lo stretto rapporto che esiste tra economia e rischi ambientali e sociali: quanto ai rischi ambientali, ad esempio, si fa riferimento alle conseguenze economiche negative dell’incremento delle catastrofi naturali, che determina costi maggiori in capo alle imprese di assicurazione, nonché una maggiore esposizione a perdite per le banche a causa della minore redditività delle imprese coinvolte; quanto, invece, ai fattori sociali, quali le condizioni di lavoro inadeguate e le crescenti ineguaglianze, si rileva come essi possano determinare rischi giuridici e danni di immagine per le imprese che non rispettano le norme internazionali sul lavoro, con conseguenti perdite finanziarie, nonché un rallentamento della crescita stabile a lungo termine. Per tutte le stime, si veda il Piano d’azione per la finanza sostenibile, consultabile *online* https://www.astrid-online.it/static/upload/comm/0000/commue_finanz-economia-sost_03_2018.pdf. Per una disamina delle misure contenute nel Piano d’azione della Commissione europea con riferimento al settore finanziario, cfr. tra tutti G. SABATINI, *Finanza d’impatto e Action Plan sulla finanza sostenibile: il percorso delle banche europee*, in *Bancaria*, n. 4, 2019, 23 ss.

³ Per ampie considerazioni in tema di solidarietà, nelle sue molteplici declinazioni, si veda l’opera di G. ALPA, *Solidarietà. Un principio normativo*, Bologna, 2022, nonché le riflessioni a margine di F. CAPRIGLIONE, *La ‘solidarietà’ nella ricostruzione di Guido Alpa*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 1, 2023, 8 ss., il quale evidenzia il «rapporto biunivoco tra *sostenibilità e solidarietà*», da cui deriva «l’abbandono della logica della “massimizzazione” delle utilità individuali, temperando il rigore del mero calcolo economico – o, più esattamente, non dando spazio agli *input* del capitalismo aggressivo, come affermano alcuni studiosi – nel riferimento a principi, come la *solidarietà*, a fondamento dei quali si rinviene la ragionevolezza della redistribuzione e, dunque, l’obiettivo del soddisfacimento dei bisogni minimali dell’uomo». Rileva inoltre M. SEPE, *La sostenibilità nel governo della complessità sistemica: per un approccio valoriale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, I, 19, come «in un contesto valoriale, sostenibilità (quale che sia l’accezione presa in considerazione: politica, etica, sociale, economica, finanziaria, ambientale, culturale, sanitaria) e solidarietà costituiscono elementi la cui relazione non si pone in termini di mera eventualità, ma facce della medesima medaglia». Si veda sul punto anche S. AMOROSINO, *I doveri costituzionali di solidarietà economica delle persone e degli enti privati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, I, 329 ss., con riferimento alle varie declinazioni della solidarietà, in particolar modo quella “economica”.

⁴ 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

europea ha inteso dare specificazione ai principi sanciti nel Reg. 2019/2088 (c.d. Regolamento *Disclosure* o SFDR)⁵ e nel Reg. 2020/852 (c.d. Regolamento Tassonomia)⁶, ha emendato in modo significativo il Reg. delegato 2017/565⁷, attuativo della Direttiva MiFID II, nel tentativo di integrare la nuova disciplina in tema di finanza sostenibile nei requisiti organizzativi e nelle condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento.

Tra le più rilevanti novità, appare di peculiare interesse l'integrazione delle preferenze di sostenibilità dell'investitore nella valutazione di adeguatezza dell'investimento, la quale determina l'introduzione di nuove regole di comportamento per gli intermediari sia sotto il profilo degli obblighi informativi attivi e passivi⁸, sia dal

di sostenibilità i taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento.

⁵ Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, in relazione al quale si veda S.N. HOOGHIEMSTRA, *The ESG Disclosure Regulation – New Duties for Financial Market Participants & Financial Advisers*, 2020, in SSRN, consultabile online https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3558868, il quale valorizza l'impatto positivo che l'introduzione di una corretta divulgazione di informazioni ESG affidabili potrebbe avere sul livello di fiducia degli investitori.

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.

⁷ Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva.

⁸ Il riferimento in particolare è alla nuova formulazione dell'art. 54, par. 5, del Reg. delegato 2017/565 in virtù del quale «Le informazioni riguardanti gli obiettivi di investimento di un cliente o potenziale cliente includono, laddove pertinenti, dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le sue preferenze in materia di assunzione del rischio, la sua tolleranza al rischio, la finalità dell'investimento e altresì le sue preferenze di sostenibilità», nonché alla nuova formulazione del successivo par. 12 in materia di consulenza finanziaria, il quale prevede che «Quando prestano una consulenza in materia di investimenti, le imprese di investimento presentano al cliente una relazione che comprende una descrizione generale della consulenza prestata e del modo in cui la raccomandazione fornita sia adeguata per il cliente al dettaglio, inclusa una spiegazione di come risponda agli obiettivi e alle circostanze personali del cliente in riferimento alla durata dell'investimento richiesta, alle conoscenze ed esperienze del cliente, alla sua

punto di vista dei criteri alla stregua dei quali valutare l'adeguatezza dello strumento finanziario rispetto al profilo del cliente⁹.

Preliminarmente, tuttavia, è necessario delimitare il perimetro dell'ambito di indagine attraverso l'esame della definizione delle preferenze di sostenibilità di cui al Reg. delegato 2021/1253, che ha integrato in tal senso l'art. 2 del Reg. delegato 2017/565.

Quest'ultimo, nel definire dunque oggi le preferenze di sostenibilità come «la scelta, da parte di un cliente o potenziale cliente, di integrare o meno, e se sì in che misura, nel suo investimento uno o più dei seguenti strumenti finanziari», riconducibili a tre tipologie indicate di seguito dalla medesima disposizione, rinvia a sua volta al Regolamento Tassonomia [nuovo art. 2, punto 7, *sub a*), del Reg. delegato 2017/565] e al Regolamento SFDR [nuovo art. 2, punto 7, *sub b*) e *c*), del Reg. delegato 2017/565] quanto alle definizioni rispettivamente di investimento ecosostenibile¹⁰, di investimento sostenibile¹¹ e di

propensione al rischio e capacità di sostenere perdite e alle sue preferenze di sostenibilità».

⁹ Ciò in virtù della nuova formulazione dell'art. 54, par. 2, lett. *a*), a norma del quale le imprese di investimento sono tenute ad acquisire dal cliente o potenziale cliente tutte le informazioni necessarie per poter determinare se la specifica operazione da raccomandare o realizzare nel quadro della prestazione del servizio di gestione del portafoglio «corrisponde agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio e le sue eventuali preferenze di sostenibilità».

¹⁰ Ai sensi dell'art. 2, punto 1, del Regolamento Tassonomia, per «investimento ecosostenibile» deve intendersi «un investimento in una o più attività economiche considerate ecosostenibili ai sensi del presente regolamento», là dove i criteri di ecosostenibilità delle attività economiche sono individuati al successivo art. 3, in virtù del quale «un'attività economica è considerata ecosostenibile se: *a*) contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più obiettivi ambientali di cui all'articolo 9, in conformità degli articoli da 10 a 16; *b*) non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9, in conformità dell'articolo 17; *c*) è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia previste all'articolo 18; e *d*) è conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione ai sensi dell'articolo 10, paragrafo 3, dell'articolo 11, paragrafo 3, dell'articolo 12, paragrafo 2, dell'articolo 13, paragrafo 2, dell'articolo 14, paragrafo 2, o dell'articolo 15, paragrafo 2». Pertanto, sono qualificabili come ecosostenibili solo gli investimenti in attività economiche che rispettino tutti e quattro i criteri di ecosostenibilità sanciti dal Regolamento Tassonomia.

¹¹ L'art. 2, punto 17, del Regolamento SFDR definisce l'«investimento sostenibile» come un «investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza

strumento finanziario che considera i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità¹².

Una siffatta articolazione della definizione delle preferenze di sostenibilità trova giustificazione nella volontà del legislatore di riconoscere un'ampia libertà di scelta all'investitore¹³ attraverso un richiamo a tutti i tipi e gradi di sostenibilità oggi contemplati dalla normativa europea, essendo rimessa all'investitore ogni decisione sia quantitativa che qualitativa in merito all'integrazione della sostenibilità nelle proprie attività di investimento¹⁴.

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

¹² Categoria residuale che ricomprende tutti gli strumenti finanziari che, pur non rientrando nelle categorie degli investimenti ecosostenibili e sostenibili, tengono conto dei principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità al fine di mitigarli, secondo gli indicatori di cui all'Allegato I del Reg. delegato 2022/1288 «che integra il regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che [...] specificano il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni relative agli indicatori di sostenibilità e agli effetti negativi per la sostenibilità».

¹³ E, difatti, la stessa definizione di «preferenze di sostenibilità» (come scelta dell'investitore «di integrare o meno, e se sì in che misura» strumenti finanziari sostenibili nella propria attività di investimento) riconosce espressamente la possibilità per l'investitore di non manifestare alcuna preferenza di sostenibilità, nel senso di non voler indirizzare la propria attività di investimento verso attività economiche che quantomeno prendano in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità.

¹⁴ Rileva sul punto M.E. SALERNO, *L'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle regole di comportamento dell'intermediario finanziario: un ritorno al modello di distribuzione "orientato al prodotto"*, in *Dir. banc. fin.*, 2022, I, 67, come la tassonomia possa sì orientare i partecipanti ai mercati finanziari nelle loro decisioni di investimento, «ma non proibisce di investire in alcuna attività, non imponendo alle imprese di allinearsi ad essa e non limitando la libertà di scelta degli investitori». La decisione del legislatore europeo di salvaguardare tale libertà di scelta trova conferma

Tale formulazione appare coerente con la scelta di fondo del regolatore europeo di indirizzare i capitali verso investimenti sostenibili non attraverso l'imposizione di obblighi in capo alle imprese ovvero in capo agli investitori, bensì mediante un condizionamento indiretto delle scelte di questi ultimi, che opera nel momento in cui essi sono chiamati ad interrogarsi sulle proprie eventuali preferenze in termini di sostenibilità e a determinare conseguentemente le proprie scelte di investimento.

Tuttavia, la complessità di tale definizione, che non solo prevede la riconduzione delle preferenze espresse dall'investitore alle tre categorie di sostenibilità contemplate dalla regolazione europea di settore, ma contempla altresì la determinazione della c.d. quota minima da investirsi in tali attività, può dar luogo a difficoltà di carattere operativo per l'intermediario in relazione agli obblighi di informazione attiva e passiva.

Proprio al fine di supportare gli intermediari nell'adempimento a detti obblighi informativi, caratterizzati da particolare complessità, l'ESMA ha emanato il 3 aprile 2023 nuovi Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II¹⁵.

Nell'ambito di tali Orientamenti, sono fornite agli intermediari indicazioni oltremodo dettagliate sulle modalità di acquisizione delle preferenze di sostenibilità da parte degli investitori, introducendo così un ulteriore elemento di difficoltà per gli operatori di settore, rappresentato dalla elevata specificità delle informazioni richieste

nel fatto che, come si dirà in seguito, ai sensi del nuovo par. 10 dell'art. 54 del Regolamento 1253/2021 è riconosciuta in determinati casi all'investitore la possibilità di modificare le proprie preferenze di sostenibilità, già precedentemente espresse, per poter investire in un prodotto finanziario le cui caratteristiche non sono compatibili con le preferenze di sostenibilità in precedenza espresse dal medesimo investitore.

¹⁵ Gli Orientamenti dell'ESMA su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II del 3 aprile 2023, consultabili online sul sito *web* ESMA al seguente indirizzo https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements_I_T.pdf, circoscrivono espressamente il loro ambito di applicazione, da un punto di vista oggettivo, ai soli servizi di consulenza in materia di investimenti e alla gestione di portafogli, mentre, dal punto di vista soggettivo, si rivolgono sia ai clienti professionali che ai clienti al dettaglio, pur riguardando principalmente situazioni in cui i servizi sono prestati in favore di questi ultimi.

nonché dal riferimento al livello di *granularità*¹⁶ in base al quale devono essere acquisite tali informazioni da parte del cliente.

Detto requisito, oltre a essere di non facile comprensione in assenza di una specifica ed univoca definizione, appare altresì di difficile attuazione allo stato attuale di una iniziale implementazione della sostenibilità nell'attività di profilazione preliminare al c.d. *suitability assessment*.

Difatti, il corretto adempimento da parte degli intermediari agli obblighi informativi attivi e passivi, nel rispetto del livello di granularità richiesto dall'ESMA, presupporrebbe non solo una solida formazione degli stessi operatori di settore in tema di sostenibilità, ma soprattutto lo sviluppo in capo agli investitori di un'educazione finanziaria che tenga in considerazione anche i profili legati alla sostenibilità.

Infatti, in assenza di un'adeguata cultura finanziaria non sono possibili scelte di investimento sostenibili realmente consapevoli da parte degli investitori, e un'informativa tanto dettagliata in materia di sostenibilità rischia di rivelarsi priva di effettività per i suoi stessi destinatari¹⁷.

¹⁶ Il riferimento al livello di granularità richiesto nell'acquisizione delle informazioni sulle preferenze di sostenibilità è contenuto nel par. 29 degli Orientamenti ESMA del 3 aprile 2023, ma tale criterio è declinato nei precedenti paragrafi 26 e 27.

¹⁷ In relazione all'informativa sulla sostenibilità, osserva correttamente A. DAVOLA, *The sound of (eco)silence. Greenhushing, informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario*, in questa *Rivista*, 2024, II, 348, come tali informazioni debbano «presentare un livello di dettaglio adeguato al proprio destinatario, coerentemente con le specificità del contesto comunicativo considerato», ipotizzando pertanto un'informativa più «generalista», accompagnata dalla predisposizione di «meccanismi che garantiscano la disponibilità di un più elevato grado di specificità “su richiesta”», quali ad esempio «soluzioni che attribuiscono all'investitore un vero e proprio “diritto di accesso” circa le caratteristiche di sostenibilità dei prodotti presenti nel proprio portafogli d'investimento», al fine di semplificare l'informativa nei confronti dell'investitore e scongiurare fenomeni di *overload* informativo.

Si concorda con quanto rilevato da N. SOLDATI, *Obblighi informativi dell'intermediario e valutazione dell'appropriatezza e dell'adeguatezza dell'investimento*, in *Società*, 2024, 1256, in merito al fatto che un eccesso di informazioni rischia di arrivare all'effetto opposto, ossia lasciare il cliente disinformato e consentire all'intermediario di andare esente da responsabilità una volta che abbia fornito quel set informativo previsto dalla legge, in quanto il cliente «rischia di perdere di vista gli elementi fondamentali utili al fine di comprendere

2. *L'integrazione delle preferenze di sostenibilità negli obiettivi di investimento*

Premesse, dunque, tali criticità nell'ambito degli obblighi informativi facenti capo agli intermediari finanziari con riferimento alle preferenze di sostenibilità degli investitori, ulteriori e maggiori perplessità sorgono con riguardo alla successiva fase di integrazione di tali preferenze nella valutazione di adeguatezza dell'investimento.

Infatti, non appare esente da critiche la scelta del legislatore eurounitario di ricondurre le preferenze di sostenibilità, quale criterio di cui l'intermediario deve tener conto tra gli altri ai fini del giudizio di adeguatezza, nell'ambito degli obiettivi di investimento del cliente, unitamente ad altri elementi quale ad esempio la tolleranza al rischio.

Il nuovo art. 54, par. 2, lett. a), del Reg. 565/2017 così come modificato dal Reg. 2021/1253, prevede oggi che le imprese di investimento, acquisite tutte le informazioni di cui necessitano dal proprio cliente, provvedano a determinare se l'operazione da raccomandare o da realizzare *corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio e le sue eventuali preferenze di sostenibilità*. Segue poi la verifica circa la capacità finanziaria del cliente di sopportare i rischi connessi all'investimento, già giudicato compatibile con i suoi obiettivi di investimento [lett. b)] nonché la valutazione circa il grado di conoscenza ed esperienza da parte del cliente ai fini della comprensione dei rischi correlati all'operazione proposta [lett. c)].

Tale previsione trova poi ulteriore specificazione al par. 5 del medesimo art. 54 il quale, nel definire gli obiettivi di investimento del cliente, fa riferimento al periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, alle sue preferenze in materia di assunzione del rischio, alla sua tolleranza al rischio, alla finalità dell'investimento ed infine – quale elemento di novità – alle sue preferenze di sostenibilità.

Tuttavia, il legislatore eurounitario riserva alle preferenze di sostenibilità un regime in termini di valutazione di adeguatezza diverso da quello proprio di tutti gli altri criteri che concorrono a determinare

l'investimento da compiere proprio perché la mole di informazioni ricevuta è tale da confondere».

gli obiettivi di investimento del cliente: infatti, se la regola è quella secondo cui l'intermediario non può raccomandare o realizzare un investimento che non sia adeguato agli obiettivi di investimento del cliente, i quali andranno dunque determinati sulla base dei criteri già individuati (ad esempio, la tolleranza al rischio da parte dell'investitore e la finalità dell'investimento), tale divieto non trova applicazione con precipuo riferimento alle preferenze di sostenibilità, che vengono assoggettate ad un regime del tutto peculiare e derogatorio rispetto alla disciplina generale in materia di adeguatezza.

Infatti, il nuovo par. 10 dell'art. 54 prevede che «se nessuno strumento finanziario soddisfa le preferenze di sostenibilità del cliente o potenziale cliente, e se il cliente decide di adattare le proprie preferenze di sostenibilità, l'impresa di investimento conserva traccia della decisione del cliente, compresi i relativi motivi».

La portata innovativa di detta previsione è evidente: con riferimento alle preferenze di sostenibilità – e solo con riferimento alle stesse – si consente oggi all'intermediario di offrire o negoziare un determinato strumento finanziario che non corrisponde alle scelte di sostenibilità espresse dall'investitore, ancorché nella sola ipotesi in cui *nessuno strumento finanziario soddisfi le preferenze di sostenibilità del cliente*¹⁸.

In tal caso, dunque, è concessa all'investitore la possibilità di *adattare le proprie preferenze di sostenibilità*, così da consentire l'offerta da parte dell'intermediario proprio di quel prodotto finanziario che, se pur adeguato al cliente con riguardo a tutti gli altri criteri, non lo è con specifico riferimento alle preferenze di sostenibilità.

Ma se le preferenze di sostenibilità costituiscono parte integrante degli obiettivi di investimento, ne consegue che, in siffatta ipotesi, si consente all'intermediario la raccomandazione ovvero la negoziazione

¹⁸ Tale scelta troverebbe giustificazione, secondo la prospettazione di G. MATTARELLA, *La finanza sostenibile nel prisma dell'over-regulation del sistema finanziario*, in *Giureta*, 2024, 951 ss., nella considerazione secondo cui l'attuale situazione di carenza di prodotti finanziari allineati alla tassonomia e di dati sull'impatto della sostenibilità sul rendimento non consente un'interpretazione eccessivamente rigida del divieto di raccomandare prodotti finanziari non conformi agli obiettivi di sostenibilità dei clienti, la quale potrebbe determinare fenomeni di *mis-selling* (ad esempio, attraverso una sovrastima dei fattori di sostenibilità dei prodotti finanziari) e conseguenti perdite finanziarie per gli investitori.

di un prodotto finanziario che non può dirsi propriamente adeguato agli obiettivi di investimento del cliente, ancorché limitatamente al profilo delle sue preferenze di sostenibilità.

3. *Criticità sistematiche: verso un nuovo paradigma di adeguatezza?*

Questa considerazione ingenera talune perplessità, anzitutto da un punto di vista sistematico: infatti, alla luce del nuovo art. 54, la disciplina dell'adeguatezza dell'investimento viene a scindersi in una sorta di doppio binario che prevede, da un lato, il divieto in capo all'intermediario di realizzare investimenti che non siano adeguati al profilo del cliente con riguardo a tutti i criteri di cui al medesimo art. 54, fatta eccezione per le preferenze di sostenibilità, e, dall'altro lato, la possibilità per l'intermediario di realizzare investimenti che non siano adeguati al profilo del cliente con riguardo alle sole preferenze di sostenibilità da questi già espresse, se il cliente acconsente a modificare dette preferenze in ragione di un determinato investimento.

La peculiarità di questo tipo di valutazione, derogatoria rispetto a quella generale e propria delle sole preferenze di sostenibilità, potrebbe indurre a configurare la stessa come *tertium genus* rispetto alla valutazione di adeguatezza e a quella di appropriatezza¹⁹, in quanto essa presenta caratteristiche affini ad entrambi i giudizi: come l'adeguatezza, infatti, essa si applica ai soli servizi di consulenza finanziaria e gestione di portafoglio di investimento, ma nel caso in cui il prodotto finanziario raccomandato e/o negoziato non risulti conforme alle preferenze di sostenibilità del cliente non insorge un vero e proprio divieto di operare in capo all'intermediario, potendo questi procedere comunque purché sia tenuta traccia della decisione espressa dal cliente, non diversamente da quanto accade nel giudizio di appropriatezza se pur in un diverso ambito di applicazione²⁰.

¹⁹ Per una disamina dei due tipi di giudizi si veda per tutti C. COLOMBO, *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione nell'offerta di servizi di investimento*, in *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), Padova, 2016, 405 ss.

²⁰ Difatti, ai sensi dell'art. 56 del Reg. 565/2017, quando siano prestati servizi di investimento diversi dalla consulenza finanziaria e dalla gestione di portafogli di investimento, l'esito negativo del giudizio di appropriatezza – che si misura solo sulla capacità del cliente di comprendere i rischi connessi all'investimento offerto o

Tale scelta da parte del legislatore eurounitario, oltre a generare le già indicate difficoltà di carattere sistematico, presenta diverse criticità anche a livello operativo: in primo luogo, la possibilità per il cliente di adattare le sue preferenze in funzione dell'offerta di un prodotto finanziario che altrimenti non sarebbe adeguato al suo profilo può consentire e agevolare pratiche di vendita impropria, ben potendo determinare la realizzazione di un investimento che non soddisfa il miglior interesse del cliente; in secondo luogo, appare del tutto fuorviante l'inclusione delle preferenze di sostenibilità nell'ambito degli obiettivi di investimento, in quanto le stesse soggiacciono ad un regime diverso rispetto a quello previsto per tutti gli altri elementi che concorrono a determinare tali obiettivi, con tutto ciò che ne deriva in termini di incertezza per gli intermediari che sono tenuti a svolgere la valutazione di adeguatezza.

Questi ultimi, infatti, possono incorrere in ipotesi di responsabilità per il fatto di non aver debitamente tenuto conto degli obiettivi di investimento del cliente²¹ – e, quindi, anche delle sue eventuali preferenze di sostenibilità – nella raccomandazione o realizzazione di un determinato investimento, anche in considerazione del disposto di cui al par. 10 dell'art. 54 secondo cui «l'impresa di investimento non raccomanda né decide di negoziare strumenti finanziari come

richiesto in base al suo livello di esperienze e conoscenze e non anche sulla corrispondenza del prodotto finanziario agli obiettivi di investimento del cliente, né sulla capacità finanziaria di quest'ultimo di sopportare i rischi connessi all'investimento – non assume quella connotazione “bloccante” tipica della valutazione di adeguatezza, sicché sarà comunque possibile procedere con l'investimento giudicato inappropriato, purché sia dato avviso al cliente e sia registrata la richiesta di questi di procedere con l'operazione nonostante l'avviso. Tuttavia, occorre precisare che le preferenze di sostenibilità, al pari di qualsiasi obiettivo di investimento, non rilevano né nel regime di appropriatezza, né in quello di mera esecuzione, ma solo nell'ambito della consulenza finanziaria e della gestione di portafoglio di investimento. Così anche M. ARRIGONI, *Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in questa *Rivista*, 2023, I, 278.

²¹ Per un'ampia disamina in tema di responsabilità degli intermediari per violazione degli obblighi informativi, si vedano tra tutti A. DI BIASE, *Gli obblighi informativi dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento*, Bologna, 2023; V. LEMMA, *Informazione finanziaria e tutela dei risparmiatori*, in *I contratti dei risparmiatori*, F. CAPRIGLIONE (a cura di), Milano, 2013, 259 ss.; F. IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011.

rispondenti alle preferenze di sostenibilità di un cliente o potenziale cliente se essi non soddisfano tali preferenze».

Tuttavia, sempre ai sensi del par. 10 dell'art. 54, là dove nessuno strumento soddisfi le preferenze di sostenibilità del cliente o potenziale cliente, gli intermediari possono offrire all'investitore un prodotto finanziario non conforme alle preferenze da questi espresse, previo adeguamento delle stesse da parte dell'investitore rispetto alle diverse caratteristiche di sostenibilità di quello specifico investimento oggetto di offerta.

Pertanto, se da un lato la previsione di regimi differenziati per le preferenze di sostenibilità rispetto ad altre caratteristiche dell'investitore (quale, ad esempio, la tolleranza al rischio) si giustifica in astratto in ragione della priorità asseritamente accordata dal legislatore alla tutela dell'investitore rispetto al perseguimento degli obiettivi di sostenibilità²², dall'altro lato tale decisione non convince proprio sotto il profilo del livello di tutela che viene in concreto assicurata all'investitore, potendo questi essere pilotato nelle sue scelte di investimento attraverso una manipolazione delle sue preferenze di sostenibilità.

Inoltre, la decisione di integrare tali preferenze nell'ambito degli obiettivi di investimento di cui all'art. 54, par. 2, lett. a), anziché riservare alle stesse una previsione *ad hoc*, appare del tutto incoerente con l'introduzione per le medesime di una disciplina derogatoria rispetto a quella generale degli obiettivi di investimento.

Tale incongruenza, lungi dal configurarsi come meramente teorica e

²² Depone in tal senso il considerando n. 5 del Reg. 2021/1253, il quale afferma che «prima di chiedere le potenziali preferenze di sostenibilità, le imprese di investimento che forniscono consulenza in materia di investimenti dovrebbero valutare gli altri obiettivi di investimento, l'orizzonte temporale e le circostanze individuali del cliente o potenziale cliente». Tuttavia, come evidenziato da M. ARRIGONI, *op. cit.*, 276, la lettura combinata di tale considerando con l'art. 54, par. 2, lett. a), e par. 5 non consente di ritenere che esista una vera e propria "sequenza di valutazione" tale per cui occorre valutare prima il rispetto degli obiettivi finanziari e solo successivamente delle preferenze di sostenibilità. Al contrario, ciò che emerge dall'analisi di tali disposizioni è che «uno strumento finanziario oggetto di investimento è adeguato solo se conforme alle preferenze finanziarie e di sostenibilità, a prescindere da quale valutazione avvenga per prima», sicché il citato considerando n. 5 potrebbe assumere al più rilevanza nel «segnalare una possibile gerarchia nel caso in cui si sia obbligati a scegliere nel *trade-off* tra sostenibilità e rendimento».

formale, assume invero una particolare rilevanza con riferimento agli obblighi facenti capo agli intermediari finanziari e alla loro eventuale responsabilità, in quanto non offre strumenti per risolvere in modo univoco il bilanciamento di interessi tra la tutela degli investitori e la salvaguardia della sostenibilità.

Al contrario, la posizione assunta dal legislatore europeo appare ambivalente nel momento in cui equipara in astratto le preferenze di sostenibilità agli obiettivi di investimento, ma le assoggetta in concreto ad un regime decisamente più flessibile e meno rigoroso in termini di *suitability assessment*.

4. Enforcement privatistico e profili rimediali

Premesse, dunque, le considerazioni già svolte in merito alle contraddizioni che caratterizzano la più recente regolazione finanziaria sulle preferenze di sostenibilità, ulteriori perplessità sorgono anche sotto il profilo rimediale, con precipuo riferimento alle sorti del contratto di investimento o del singolo ordine di investimento nell'ipotesi di mancata o indebita considerazione delle preferenze di sostenibilità da parte dell'intermediario nella valutazione di adeguatezza dell'investimento.

La questione presenta evidenti analogie con l'annosa questione del c.d. risparmio tradito²³, con particolare riferimento all'ipotesi di raccomandazione o negoziazione, da parte dell'intermediario, di un prodotto finanziario che non sia in linea con il profilo del cliente dal

²³ Per tutti, si vedano Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725, con nota di U. SALANITRO, *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle sezioni unite* in *Nuova giur. comm.*, 2008, 445 ss.; A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, 393 ss.; V. SANGIOVANNI, *Inosservanza delle norme di comportamento: la Cassazione esclude la nullità*, in *Contratti*, 2008, 221 ss.; F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, in *Contr. impr.*, 2008, 1 ss.; D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008, 403 ss.; G. VETTORI, *Regole di validità e di responsabilità di fronte alle Sezioni Unite. La buona fede come rimedio risarcitorio*, in *Obbligazioni e contratti*, 2008, 204 ss.

punto di vista della sua tolleranza al rischio, ossia della sua capacità di sopportare perdite correlate all'investimento²⁴.

Se, dunque, nel caso del risparmio tradito la tesi oggi prevalente tende ad escludere che si possa addivenire ad una declaratoria di nullità del contratto, anche in conformità alla tradizionale dicotomia tra regole di validità e regole di comportamento²⁵, *a fortiori* si potrebbe affermare che queste stesse considerazioni debbano valere per l'ipotesi di violazione da parte dell'intermediario delle preferenze di sostenibilità dell'investitore.

Tale conclusione appare ulteriormente avvalorata dalla considerazione secondo cui dalla mera violazione delle preferenze di sostenibilità non discende una perdita patrimoniale in capo

²⁴ Distingue, quanto ai profili rimediali, a seconda che il servizio di investimento prestato sia la gestione di portafogli su base individuale ovvero la consulenza personalizzata, R. NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, 104 ss., il quale riconduce la gestione di portafogli su base individuale allo schema del mandato e il servizio di consulenza personalizzata al contratto di prestazione d'opera professionale. Di conseguenza, se per la gestione "infedele" l'apparato rimediale è rappresentato dagli artt. 1711, 1713 e 1715 c.c., oltre ai tradizionali rimedi risarcitori e risolutori, nel caso della consulenza «in assenza di rimedi speciali, l'inadempimento del consulente, il quale non è stato in grado di consigliare operazioni finanziarie adeguate rispetto al profilo di rischio e alle esigenze dell'investitore, non potrà pertanto che esitare nell'ordinaria responsabilità contrattuale. [...] Data la particolare struttura e la particolare funzione del contratto di consulenza personalizzata la tutela accordata al cliente sarà soltanto risarcitoria e in nessun caso il cliente mal consigliato potrà liberarsi dei titoli inadeguati».

²⁵ Per una disamina della distinzione tra regole di condotta e regole di validità anche alla luce delle sentenze gemelle delle Sezioni Unite della Cassazione del 2008, si veda tra tutti A. ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività di intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. giur.*, 2008, 107 e ss., il quale mette in luce come, anche a voler ammettere il rimedio della nullità del contratto per violazione da parte dell'intermediario di regole di condotta, la tutela restitutoria che ne consegue non è sempre concretamente percorribile, ad esempio quando l'intermediario sia terzo rispetto al rapporto contrattuale tra l'investitore e la società emittente. Comunque, correttamente egli afferma che «l'individuazione dei rimedi esperibili non può del resto dipendere soltanto da valutazioni di convenienza e di opportunità, ma deve necessariamente trovare fondamento nelle regole dell'ordinamento giuridico».

In senso critico rispetto a tale distinzione, si veda G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Napoli, 2013.

all'investitore, nel senso che, se pur una perdita patrimoniale ci sia, questa difficilmente sarà causalmente correlata all'inosservanza delle preferenze di sostenibilità da parte dell'intermediario, ma riguarderà verosimilmente altri profili della valutazione di adeguatezza quali quelli relativi, appunto, alla tolleranza al rischio dell'investitore.

Contra si potrebbe obiettare che la nullità del contratto è proprio il rimedio preposto alla tutela di un interesse di carattere generale quale quello relativo alla sostenibilità, ad esempio là dove si riconosca a quest'ultima il rango di principio o clausola generale²⁶.

Se si muove dal presupposto secondo cui l'integrazione del parametro della sostenibilità incide in termini sostanziali sulla valutazione di adeguatezza dell'investimento – che, in tal modo, non si esaurisce in una verifica di mera compatibilità finanziaria, ma si estende anche alla conformità dello strumento finanziario rispetto a criteri ESG – si può sostenere che tale valutazione non risponda più esclusivamente a finalità di tutela dell'investitore e del buon funzionamento del mercato, ma sia orientata altresì alla salvaguardia di un interesse generale alla tutela della sostenibilità.

In quest'ottica, l'eventuale lesione di tale interesse collettivo potrebbe comportare, quale rimedio sistematicamente coerente, la nullità del contratto.

²⁶ Si veda in questo senso M. PENNASILICO, *Contratto e sostenibilità ambientale: la conformazione ecologica dell'autonomia negoziale*, in *Rass. dir. civ.*, 2024, 1393 ss., il quale osserva come «il contratto, qualora regoli interessi ambientali o produca un impatto rilevante, è fonte di rapporti giuridici patrimoniali, ma necessariamente “sostenibili”, pena la nullità dell'accordo, che violerebbe il principio di ordine pubblico della sostenibilità».

Contra G. GUIZZI, *La sostenibilità sub specie iuris*, in *Nuovo diritto civile*, n. 4, 2024, 8 ss., il quale esclude che la sostenibilità possa essere qualificata alla stregua di un principio generale, richiamando la definizione di “principi dogmatici” di Luigi Mengoni quali «direttive dell'ordinamento che esprimono i valori fondamentali in cui esso si ispira». Secondo l'Autore, infatti, la qualificazione della sostenibilità come principio generale rappresenta «solo una inutile duplicazione, e comunque una mera sovrastruttura concettuale» in quanto i valori che di volta in volta sono veicolati dalla sostenibilità (la tutela dell'ambiente, la tutela dei diritti umani) assurgono già di per sé al rango di principi generali. Allo stesso modo, l'Autore esclude che la sostenibilità possa qualificarsi come clausola generale, nella prospettiva del diritto interno, in quanto gli interessi sottesi alla nozione di sostenibilità sono già sufficientemente tutelati nel nostro ordinamento attraverso il riferimento all'utilità sociale come limite all'esercizio dell'iniziativa economica ai sensi dell'art. 41 Cost.

Tuttavia, a prescindere dalla controversa qualificazione giuridica della sostenibilità, si può osservare come nel caso di specie l'oggetto di tutela non sia la sostenibilità a livello valoriale, come interesse di carattere generale, bensì le preferenze di sostenibilità dell'investitore e quindi la sostenibilità riferita ad un dato soggettivo²⁷, sicché la violazione di tale interesse particolare dell'investitore non sembrerebbe giustificare neppure in astratto il ricorso alla nullità.

Ma anche a voler considerare la nuova regolazione in materia di sostenibilità come preposta alla tutela di un interesse collettivo, si osserva come la stessa disciplina MiFID relativa alla valutazione di adeguatezza sia già orientata alla salvaguardia di un interesse generale, rappresentato dal corretto funzionamento del mercato, il quale viene perseguito mediante la protezione di un interesse individuale, ossia quello dell'investitore.

Ciononostante, la violazione delle norme sull'adeguatezza non determina, allo stato, la nullità del contratto di investimento.

In questo senso, non emergono differenze significative rispetto alla disciplina sulla sostenibilità, la quale parimenti mira alla tutela di un interesse generale, realizzato in concreto attraverso la rilevazione, da parte dell'intermediario, delle preferenze di sostenibilità del singolo investitore.

Tale attività, infatti, promuove una riflessione consapevole su tali profili e contribuisce, seppur in via mediata, a indirizzare le scelte di investimento in senso conforme ai principi della finanza sostenibile.

Inoltre, è proprio la scelta del legislatore europeo di includere le preferenze di sostenibilità nell'ambito degli obiettivi di investimento – al pari degli altri criteri, sebbene con le peculiarità già evidenziate – che consente di escludere che tale integrazione possa determinare uno stravolgimento della valutazione di adeguatezza, tale da giustificare una declaratoria di nullità del contratto in caso di violazione delle preferenze di sostenibilità, là dove analoga sanzione non sia prevista per l'ipotesi, ben più consolidata, di inadeguatezza dell'investimento sotto il profilo strettamente finanziario.

²⁷ Diversamente opinando, infatti, si dovrebbe accedere all'idea di una trasformazione dell'autonomia contrattuale in meccanismo e strumento di matrice pubblicistica, come evidenziato da L. BALESTRA, *Causa e meritevolezza degli interessi perseguiti nel prisma della sostenibilità*, in *Nuovo diritto civile*, n. 4, 2024, 24.

Ciò anche in considerazione della priorità che legislatore sembra attribuire alla tutela dell'investitore rispetto al perseguimento degli obiettivi di sostenibilità²⁸.

Resta inteso, invece, che nel caso in cui la violazione sia la conseguenza di dolo dell'intermediario, il rimedio applicabile potrà essere quello dell'annullabilità del contratto, pur trattandosi comunque di un'ipotesi residuale che non consente di rispondere alla domanda sui rimedi applicabili nell'ipotesi in cui la violazione delle preferenze di sostenibilità non sia conseguenza di una volontà viziata dell'investitore²⁹.

Ci si domanda a questo punto se la mancata considerazione delle preferenze di sostenibilità dell'investitore possa determinare le conseguenze normalmente riferite al c.d. risparmio tradito, ossia se tale condotta da parte dell'intermediario possa integrare un inadempimento tanto grave da determinare la risoluzione del contratto di investimento per inadempimento.

Tentando di dare una risposta al problema anzitutto attraverso un'esegesi letterale delle disposizioni già analizzate, si rileva come l'inclusione delle preferenze di sostenibilità negli obiettivi di investimento del cliente possa indurre *prima facie* a ritenere che per le medesime valgano gli stessi rimedi previsti per la violazione, da parte dell'intermediario, di tutti gli altri criteri che concorrono a determinare gli obiettivi di investimento del cliente, quale ad esempio la tolleranza al rischio.

Tuttavia, non si può non tener conto del fatto che dalla sola mancata considerazione delle preferenze di sostenibilità non discendono direttamente perdite patrimoniali in capo all'investitore, diversamente da quanto accade nell'ipotesi in cui a non essere correttamente valutati siano i profili relativi alla capacità dell'investitore di sopportare perdite patrimoniali correlate all'investimento, sicché occorre domandarsi a questo punto se, al di là del dato letterale, il rimedio della risoluzione e

²⁸ Si veda sul punto la nota 22.

²⁹ Cfr. D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, Milano, 2024, 443, il quale evidenzia la necessità di verificare caso per caso «se la mancanza o l'erroneità delle comunicazioni relative alle qualità ESG siano state determinanti del consenso dell'investitore secondo il comune apprezzamento [...] o in relazione alle circostanze».

dei conseguenti profili restitutori non si appalesi come sproporzionato, quanto ai suoi esiti, rispetto al caso di specie³⁰.

A seguito di una valutazione in concreto che tenga conto dell'interesse soggettivo dell'investitore, potrebbe allora escludersi caso per caso anche l'applicabilità del rimedio risolutorio in ragione della non ravvisabilità di un inadempimento grave nel caso in cui, a non essere prese debitamente in considerazione, siano le sole preferenze di sostenibilità dell'investitore, là dove l'investimento sia comunque adeguato sotto il profilo finanziario.

Si potrebbe dunque ipotizzare una mera responsabilità risarcitoria, di tipo contrattuale, rispetto alla quale il danno risarcibile difficilmente sarà qualificato come danno di tipo patrimoniale³¹, salvo che si possa ravvisare nel caso di specie un danno patrimoniale quale conseguenza

³⁰ Sulla complessità dei profili restitutori conseguenti alla risoluzione del contratto di investimento, anche in relazione al concorrente rimedio risarcitorio, si veda per tutti A. CALONI, *Rimedi all'inadempimento dell'intermediario finanziario: profili problematici*, in *Il diritto degli affari*, n. 1, 2025, 101 ss. Nelle sue conclusioni, l'Autore correttamente osserva che «le restituzioni – e così le impugnative ad esse strumentali – si rivelano il rimedio maggiormente desiderabile per l'investitore, esonerato dalla prova del danno e del nesso causale e certo di ricevere l'intero capitale investito». Tuttavia, con riferimento alla possibilità di un concorso tra restituzione e risarcimento del danno, il criterio individuato per la quantificazione di quest'ultimo è quello di evitare «spostamenti ingiustificati di ricchezza che possano tenere indenne il cliente da rischi cui sarebbe stato comunque esposto».

³¹ Anche nel caso in cui la violazione delle preferenze di sostenibilità dell'investitore consegua ad un inadempimento informativo da parte dell'intermediario con riguardo ai profili di sostenibilità di un determinato prodotto finanziario, non sembrerebbero trovare applicazione gli ordinari criteri di liquidazione del danno derivante da inadempimento agli obblighi informativi, che tengono conto «del valore che i prodotti finanziari avrebbero avuto sul mercato a fronte di una corretta informazione». Ciò in quanto, ancora una volta, il tema della sostenibilità si sviluppa su un piano diverso da quello meramente economico, atteso che l'investitore potrebbe legittimamente manifestare una preferenza per un prodotto *green* caratterizzato da un rendimento inferiore rispetto ad un prodotto *brown*. Sulla liquidazione del danno patrimoniale da omessa informazione si veda F. ONNIS CUGIA, *La natura dei passion investments tra attività di consumo e prodotti finanziari*, in *Jus civile*, 2023, 1, 243, il quale tuttavia rileva in senso critico come il criterio della differenza fra il prezzo corrisposto al momento dell'operazione per acquistare o sottoscrivere i prodotti oggetto dell'operazione e il loro effettivo valore economico, non emerso al momento dell'operazione, appaia eccessivamente ancorato a fattispecie astratte, non tenendo debitamente conto del richiamo alla ragionevolezza operato dall'art. 94, commi 8 e 9, T.U.F.

di un danno reputazionale – ad esempio nel caso in cui l’investitore sia un soggetto esposto pubblicamente o professionalmente sul piano ESG – oppure ancora come conseguenza di un danno da perdita di *chance*.

Il danno risarcibile, pertanto, si configurerà più verosimilmente come danno non patrimoniale, con tutte le difficoltà che conseguono sotto il profilo probatorio³², non essendo peraltro agevole l’individuazione di un interesse in concreto meritevole di tutela risarcitoria *ex art. 2059 c.c.*, il quale potrebbe essere al più identificato nel diritto all’autodeterminazione dell’investitore.

In conclusione, quindi, si può affermare che la debolezza dell’*enforcement* privatistico, ossia delle possibili tutele contrattuali correlate alla mancata o indebita considerazione delle preferenze di sostenibilità dell’investitore nella valutazione di adeguatezza dell’investimento, rivela in fin dei conti la vera anima della recente regolazione finanziaria sulla sostenibilità, la quale, più che consacrare l’esistenza di un diritto effettivo dell’investitore al rispetto delle sue preferenze, assume i connotati di una mera “retorica regolatoria”, finalizzata esclusivamente ad orientare i comportamenti dei consociati attraverso un condizionamento indiretto delle loro scelte di investimento.

La fragilità dell’impianto rimediale, dunque, unita alle criticità di carattere sistematico e operativo già emerse, conferma la sostanziale ineffettività dell’attuale disciplina sulla finanza sostenibile, la quale non convince nel suo tentativo di bilanciare la tutela della sostenibilità con quella dell’investitore, nel momento in cui alle enunciazioni di principio non si accompagnano interventi normativi coerenti, strutturati e concretamente efficaci per il perseguimento delle finalità dichiarate.

³² Anche nell’ipotesi in cui sia ravvisabile una violazione degli obblighi informativi da parte dell’intermediario in merito ai profili di sostenibilità, si rileva che la presunzione sottesa all’inversione dell’onere della prova di cui all’art. 23, co. 6, T.U.F. attiene solo all’esistenza del nesso di causalità tra l’inadempimento degli obblighi informativi da parte dell’intermediario e il danno subito dall’investitore, ma non il danno stesso, che non può essere riconosciuto *in re ipsa*. Così V. GIORGIANNI, *Sulla presunzione del nesso di causalità tra l’inadempimento degli obblighi informativi e la responsabilità dell’intermediario finanziario per il danno patito dall’investitore*, in *Contratti*, 2024, 174.