

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

APRILE/GIUGNO

2023

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

## **DIREZIONE**

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

## **COMITATO DI DIREZIONE**

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

## **COMITATO SCIENTIFICO**

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

### **COMITATO ESECUTIVO**

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

### **COMITATO EDITORIALE**

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

### **COORDINAMENTO EDITORIALE**

UGO MALVAGNA

### **DIRETTORE RESPONSABILE**

FILIPPO SARTORI

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

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

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

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

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

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

**Rivista**  
di Diritto Bancario | dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

**SEDE DELLA REDAZIONE**

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



## **Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell'investitore**

SOMMARIO: 1. Finanza sostenibile e disciplina europea sulla prestazione dei servizi di investimento. - 2. Gli effetti dell'intervento legislativo sul mercato dei prodotti sostenibili. - 3. Le criticità della strategia di promozione della finanza sostenibile. - 4. La gestione dei rischi tipici dei prodotti sostenibili. - 5. L'eccessiva discrezionalità dell'intermediario e una più efficace tutela dell'investitore. - 5.1. *Segue*. La rilevanza della profilatura e i vincoli espliciti alla discrezionalità dell'intermediario. - 5.2. *Segue*. Le preferenze di sostenibilità e la gerarchia tra gli obiettivi da perseguire. - 5.3. *Segue*. Le scelte esplicite dell'investitore. - 5.4. *Segue*. L'impostazione di *default* in caso di mancata risposta alla domanda in ordine alla gerarchia tra gli obiettivi da perseguire. - 6. La tutela dell'investitore nella prestazione dei servizi di investimento esecutivi. - 7. Conclusione.

### *1. Finanza sostenibile e disciplina europea sulla prestazione dei servizi di investimento*

Al fine di promuovere la finanza sostenibile<sup>1</sup>, il regime della Direttiva 2014/65/UE (d'ora in poi "MiFID II") è stato modificato e

---

<sup>1</sup> Invocando il «contributo della finanza a una crescita sostenibile e inclusiva» [così COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, 8.3.2018 COM(2018) 97 final (d'ora in poi "CE Action Plan"), 1], la Commissione Europea ha inteso «riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili» (così CE Action Plan, 2) anche attraverso interventi sulla disciplina dei servizi di investimento (CE Action Plan, 7 s.; COMMISSIONE EUROPEA, *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*, Comunicazione, 6.7.2021 COM(2021) 390 final, 9). Come confermato da ESMA, *ESMA Strategy*, September 2022, ESMA22-439-1076, 6 (d'ora in poi "ESMA Strategy"), la finanza sostenibile è una delle priorità chiave dell'Unione europea nell'area dei servizi finanziari, oltre ad essere un "thematic drivers" secondo l'autorità stessa (*ivi*, 13 e 26 s.).

integrato da un regolamento<sup>2</sup> e una direttiva<sup>3</sup>, all'interno di un disegno più esteso che coinvolge anche altri ambiti<sup>4</sup>.

Le recenti novelle alla disciplina dei servizi di investimento hanno introdotto regole che aumentano la domanda di prodotti sostenibili, incentivano la relativa distribuzione da parte degli intermediari e allargano il mercato rilevante.

L'intervento legislativo non è tuttavia esente da criticità. Orientare le scelte degli investitori verso prodotti sostenibili comporta, infatti, l'esposizione ai rischi tipici di tali prodotti. Più in generale, l'integrazione degli obiettivi finanziari con obiettivi non finanziari comporta una maggior discrezionalità per gli intermediari che potrebbero prendere scelte destinate a risolversi a danno dei clienti, fino al *mis-selling*.

Dopo aver approfondito tali aspetti, i paragrafi che seguono sono dedicati all'individuazione di una soluzione adeguata ai problemi sollevati.

## *2. Gli effetti dell'intervento legislativo sul mercato dei prodotti sostenibili*

Una modifica della disciplina sulla prestazione dei servizi di investimento non era di per sé necessaria per riorientare i flussi di

---

<sup>2</sup> Regolamento Delegato (UE) 2021/1253 (d'ora in poi "MiFID II DR 2021") che modifica il Regolamento Delegato (UE) 2017/565 (d'ora in poi "MiFID II DR"), 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.

<sup>3</sup> Direttiva delegata (UE) 2021/1269 (d'ora in poi "MiFID II DD 2021") che modifica la direttiva delegata (UE) 2017/593 (d'ora in poi "MiFID II DD") per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di governance dei prodotti.

<sup>4</sup> L'intervento normativo, infatti, ha portata più ampia: per una panoramica sugli altri aspetti del sistema finanziario, F.E. MEZZANOTTE, *Recent Law Reforms in EU Sustainable Finance: Regulating Sustainability Risk and Sustainable Investments*, March 01, 2022, *American University Business Law Review*, Forthcoming, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4098053>. La sostenibilità è più in generale un obiettivo da perseguire per qualsiasi società, pur non senza obiezioni al riguardo: di recente, M. IRRERA, *L'etica ESG è solo cosmesi?*, in *Milano Finanza*, 6 ottobre 2022.



capitale verso investimenti sostenibili. È possibile infatti “riempire di contenuto” le numerose clausole generali di cui essa è caratterizzata.

Ciò è avvenuto ad esempio nei mesi scorsi in merito al rischio di inflazione, per il quale ESMA è intervenuta nell’ambito della disciplina di trasparenza<sup>5</sup>, della valutazione di adeguatezza<sup>6</sup>, nonché del regime di *product governance*<sup>7</sup>. Lo stesso può dirsi, in precedenza, proprio in merito ai fattori c.d. ESG, per i quali ESMA ha raccomandato che «*it would be a good practice for firms to consider non-financial elements when gathering information on the client’s investment objectives, and ... collect information on the client’s preferences on environmental, social and governance factors*»<sup>8</sup>.

Lasciare alle dinamiche di mercato il compito di spostare i flussi di capitali verso attività economiche più sostenibili non è stata tuttavia una scelta efficace<sup>9</sup>. Come infatti è stato sottolineato, «[s]pesso nell’erogazione della consulenza non si» considerano «a sufficienza le preferenze degli investitori e dei beneficiari per quanto attiene alla

---

<sup>5</sup> Muovendo dalla clausola generale secondo cui «*[a]ll information, including marketing communications, addressed by the investment firm to clients or potential clients shall be fair, clear and not misleading*» (art. 24, par. 3, MiFID II), ad esempio, ESMA ha raccomandato agli intermediari di assicurarsi che «*the information they address to retail clients, or disseminate in such a way that it is likely to be received by them, reflect, in comprehensible form, inflation risks and the possible effect this may have on the value and return of the investment*»: ESMA, *Public Statement To investment firms on the impact of inflation in the context of investment services to retail clients*, 27 September 2022, ESMA35-43-3328 (d’ora in poi “ESMA Inflation”), par. 6, 2.

<sup>6</sup> Tra i rischi che devono essere presi in considerazione nel giudizio di adeguatezza rientra, infatti, anche «*the risk that inflation will undermine the performance and/or the value of an investment*»: ESMA Inflation, par. 10, 2.

<sup>7</sup> Nell’ambito del «*mandatory ‘product reviews’ and ‘scenario analyses’*», infatti, ESMA si aspetta che «*manufacturers and distributors consider the effect of the expected inflation in their product governance processes*»: ESMA Inflation, parr. 13 e 14, 3.

<sup>8</sup> Così ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, Final Report, 28 May 2018 | ESMA35-43-869 (d’ora in poi “ESMA GL Suitability 2018”), par. 28, 38, sulla scorta di HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a Sustainable European Economy*, Final Report 2018, 28.

<sup>9</sup> F.E. MEZZANOTTE, *The Eu Policy on Sustainable Finance: A Discussion on the Design of ESG-Fit Suitability Requirements*, in 40 *Review of Banking & Financial Law* (2021), 255.

sostenibilità»<sup>10</sup>. Più in generale, in assenza di una indicazione espressa da parte dei clienti, il mercato non ha intrapreso nel suo complesso strategie di investimento sostenibili<sup>11</sup>.

In un tale contesto, l'intervento europeo non è privo di effetti. Dall'analisi delle scelte di dettaglio operate, emerge infatti la logica di promuovere gli investimenti sostenibili.

Più nel dettaglio, la necessaria inclusione nel questionario-MiFID di una domanda relativa alle preferenze di sostenibilità dei clienti comporta una loro maggior consapevolezza su questa possibilità e aumenta quindi la domanda di prodotti coerenti con tali preferenze<sup>12</sup>. Tale incremento è ulteriormente favorito dal fatto di imporre

---

<sup>10</sup> CE Action Plan, 7; nello stesso senso, facendo riferimento a uno studio fatto dal *Common Supervisory Action* dell'ESMA in materia di adeguatezza, F. ADRIA, N. LINCIANO, F. QUARANTA, P. SOCCORSO, *Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza*, Consob Discussion Paper n. 11, novembre 2022, 14, che ha anche riscontrato domande funzionali alla rilevazione delle preferenze di sostenibilità in soli due questionari tra i ventidue analizzati (*ivi*, 27). Più nel dettaglio, gli obiettivi non finanziari dei clienti, come le preferenze di sostenibilità, di solito non sono stati presi in considerazione e solo una minoranza dei clienti ha esplicitato proattivamente tali preferenze: per l'affermazione secondo cui «*the information about investment objectives generally relates to financial objectives, while non-financial objectives of the client, such as sustainability preferences, are usually not addressed*», Explanatory Memorandum to the Commission Delegated Regulation amending MiFID II Delegated Regulation (EU) 2017/565, Ref. Ares(2020)2955205, 8 June 2020, 1 (d'ora in poi "EM 2955205"), ma v. anche, negli stessi termini, Explanatory Memorandum to the Commission Delegated Regulation amending IDD Delegated Regulations (EU) 2017/2358 and (EU) 2017/2359, Ref. Ares(2020)2955230, 8 June 2020), 1 s.; in letteratura, V. COLAERT, *Integrating Sustainable Finance into the MiFID II and IDD Investor Protection Frameworks*, in D. BUSCH, G. FERRARINI, S. GRÜNEWALD (eds.), *Sustainable Finance in Europe*, EBI Studies in Banking and Capital Markets Law, Cham (Switzerland), 2021, 455.

<sup>11</sup> Per un approfondimento, con particolare riguardo al dibattito relativo ai doveri fiduciari dei gestori nei confronti dei loro clienti, per tutti, M.M. SCHANZENBACH, R.H. SITKOFF, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee*, in 72 *Stan. L. Rev.* (2020), 381 e S.N. GARY, *Best Interests in the Long Term: Fiduciary Duties and ESG Integration*, in 90 *U. of Colorado L. Rev.* (2019), 731.

<sup>12</sup> V. COLAERT (nt. 10), 473 e, nello stesso senso, A. PERRONE, A. CARDANI, *Servizi di investimento e finanza sostenibile. Le conseguenze non volute della recente disciplina europea*, in *Osservatorio Monetario*, n. 2, 2022, 86; in via più generale, sottolineando il ruolo aggiuntivo e nuovo ricoperto dalla valutazione di adeguatezza rispetto al passato, F.E. MEZZANOTTE (nt. 9), 272.

all'intermediario di «aiutare i clienti a comprendere il concetto di preferenze di sostenibilità e spiegare la differenza tra prodotti con e senza caratteristiche di sostenibilità in modo chiaro ed evitando un linguaggio tecnico»<sup>13</sup>.

La necessità di prendere posizione in merito alla caratteristica di un prodotto come sostenibile o meno quando si procede all'identificazione del *target market* attribuisce un valore segnaletico al comportamento del produttore e del distributore; dinamiche di mercato incentivano così l'intermediario a creare e distribuire prodotti sostenibili<sup>14</sup>.

Da ultimo, la previsione che esclude la rilevanza del *target market* negativo in caso di prodotti sostenibili amplia il mercato di questi prodotti e consente quindi la distribuzione di prodotti sostenibili anche a investitori senza obiettivi legati alla sostenibilità<sup>15</sup>. Nello stesso senso, la possibilità concessa all'intermediario di considerare un cliente come neutro rispetto alla sostenibilità (nelle parole di ESMA, *sustainability-neutral*) quando non risponde alla domanda sulle preferenze di sostenibilità o perfino quando risponde negativamente<sup>16</sup> allarga, all'evidenza, il mercato della distribuzione di prodotti sostenibili: ad esempio, pur in presenza di un diniego esplicito alla domanda sulle preferenze di sostenibilità, un prodotto “green” può essere raccomandato a un cliente “brown”.

### 3. *Le criticità della strategia di promozione della finanza sostenibile*

L'intervento della legge volto a promuovere la finanza sostenibile non è tuttavia esente da criticità.

Nello specifico, orientare le scelte degli investitori verso prodotti sostenibili comporta l'assoggettamento a rischi tipici di tali prodotti. Infatti, come riconosciuto dallo stesso legislatore, esistono ad esempio

<sup>13</sup> Così F. ADRIA, N. LINCiano, F. QUARANTA, P. SOCCORSO (nt. 10), 11, con riferimento a ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, Final Report, 23 September 2022 | ESMA35-43-3172 (d'ora in poi “ESMA GL Suitability 2022”), par. 106, 67.

<sup>14</sup> A. PERRONE, A. CARDANI (nt. 12), 86.

<sup>15</sup> A. PERRONE, A. CARDANI (nt. 12), 86.

<sup>16</sup> «Where a client does not answer the question whether it has sustainability preferences or answers “no”, the firm may consider this client as “sustainability-neutral” and recommend products both with and without sustainability-related features»: ESMA GL Suitability 2022, par. 85, 61.

attività economiche *brown* per le quali «non esistono alternative a basse emissioni di carbonio tecnologicamente ed economicamente praticabili» (così il Considerando n. 41 e art. 10, par. 2, Regolamento (UE) 2020/852: d’ora in poi “Regolamento *Taxonomy*”), sicché «un prodotto diretto a finanziare attività *green* potrebbe rivelarsi in contraddizione con l’andamento del mercato, salvo un costante sostegno pubblico, a sua volta, tuttavia, esposto a rischi derivanti dal contesto politico ed economico di riferimento»<sup>17</sup>. Sotto un diverso profilo, prodotti finanziari sostenibili che prendono in considerazione la transizione ecologica - ad esempio, un fondo comune che esclude dalla propria *asset allocation* società che svolgono attività *brown* - sono esposti al rischio specifico che la transizione non avvenga nei modi e nei tempi previsti<sup>18</sup>, a maggior ragione in considerazione del ruolo giocato in questo contesto dai gruppi di interesse<sup>19</sup>.

In via generale, l’affiancamento agli obiettivi finanziari anche di obiettivi non finanziari comporta una maggiore discrezionalità per gli intermediari<sup>20</sup> che potrebbero prendere scelte destinate a risolversi a danno dei clienti, fino al *mis-selling*<sup>21</sup>. Come è stato evidenziato da

---

<sup>17</sup> A. PERRONE, A. CARDANI (nt. 12), 87.

<sup>18</sup> A. PERRONE, A. CARDANI (nt. 12), 87. Enfaticamente, la copertina del mese di novembre 2022 della rivista *The Economist* ha il seguente titolo: *Say goodbye to 1.5 °C. Why climate policy is off target*. Tra le ragioni per le quali si riduce la propensione verso la finanza sostenibile risulta presente anche l’attitudine al breve termine (il c.d. *short termism*: F. ADRIA - N. LINCiano, F. QUARANTA, P. SOCCORSO (nt. 10), 16, poiché «nel breve periodo è assai probabile che il perseguimento di obiettivi ESG determini una compressione dei profitti», impattando così sulle *performance* dell’impresa (in questo senso, G. STRAMPELLI, *L’informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *Analisi giur. econ.*, I, 2022, 146), e quindi ragionevolmente anche sui prezzi dei relativi titoli.

<sup>19</sup> Ad esempio, in merito alla possibilità di qualificare l’energia nucleare come sostenibile all’interno del Regolamento *Taxonomy*, il dibattito si è trasformato in controversie davanti alla Corte di Giustizia dell’Unione europea: C. HODGSON, *Challenge against EU ‘green’ label for gas and nuclear energy steps up*, in *Financial Times*, October 10, 2022.

<sup>20</sup> L’osservazione è nota alla dottrina commercialistica relativa all’approccio *multistakeholder* delle società: *ex multis*, a livello internazionale, F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge-London, 1991, 3; nella letteratura domestica, V. CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell’impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, IV, 544 ss.

<sup>21</sup> In tema di *mis-selling*, per tutti: in via generale, JOHN ARMOUR ET AL., *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016, 226 ss. e, più nello specifico, A.

ESMA, esistono infatti pratiche di vendita errata che potrebbero verificarsi a seguito di conflitti di interesse nel campo della consulenza in materia di investimenti o della gestione del portafoglio, come l'uso di considerazioni ESG per vendere prodotti propri o più costosi o per generare un flusso eccessivo di transazioni attive e passive nel portafoglio titoli del cliente, senza vantaggio per quest'ultimo ma al solo scopo di generare alti costi commissionali a suo carico (c.d. *churning*)<sup>22</sup>. È stato al riguardo sintetizzato che «*ESG considerations may give a new pretext to engage in mis-selling practices*»<sup>23</sup>.

È evidente quindi la necessità di stabilire un criterio che l'intermediario sia tenuto a rispettare quando, a parità di rischio, debba scegliere tra uno strumento finanziario con un maggior rendimento e un altro, invece, che prediliga maggiormente le preferenze di sostenibilità.

I prodotti sostenibili pongono in definitiva dei rischi che devono essere adeguatamente gestiti<sup>24</sup>. Al problema relativo all'esposizione ai rischi tipici dei prodotti sostenibili e a quello che riguarda l'eventuale *mis-selling* è possibile fornire una duplice risposta.

---

REURINK, *Financial Fraud: A Literature Review*, MPIfG Discussion Paper, No. 16/5, Max Planck Institute for the Study of Societies, Cologne, 53 ss.

<sup>22</sup> ESMA, *On integrating sustainability risks and factors in MiFID II*, Consultation Paper, 19 December 2018 | ESMA35-43-1210, par. 13, 10; ESMA, *ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II*, Final Report, 30 April 2019 | ESMA35-43-1737, parr. 27 e 30, 14 s. Questa preoccupazione è condivisa anche da EIOPA, nel contesto della distribuzione assicurativa: EIOPA, *EIOPA's Technical Advice on the integration of sustainability risks and factors in the delegated acts under Solvency II and IDD*, EIOPA-BoS-19/172, 30 April 2019, par. 154, 32 s.

<sup>23</sup> V. COLAERT (nt. 10), 469.

<sup>24</sup> ESMA, infatti, intende concentrare i suoi sforzi sui rischi posti, tra gli altri, dai «*products with strong retail investor demand (e.g. ESG)*»: ESMA Strategy, 22. Naturalmente, esistono ulteriori rischi rispetto a quelli menzionati in questo lavoro, tra cui quelli relativi al *greenwashing* e ai *rating* ESG. Sul punto, per tutti, rispettivamente, EBA - EIOPA - ESMA, *ESAs Call for evidence on better understanding greenwashing*, 15 November 2022 e M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability. ESG ratings and benchmarks in the European Union*, ECMI Working Paper no 15 | November 2022, 1.

#### 4. *La gestione dei rischi tipici dei prodotti sostenibili*

Con riferimento al primo problema sollevato, i rischi tipici dei prodotti sostenibili possono essere gestiti secondo una pluralità di strumenti.

Nel caso di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli (c.d. servizi di investimento ad alto valore aggiunto), l'intermediario è tenuto anzitutto ad ottenere dal cliente alcune informazioni, tra cui quelle relative alla «sua tolleranza al rischio», rilevanti ai fini della valutazione di adeguatezza dell'investimento (art. 25, par. 2, MiFID II). Un prodotto che comporti un rischio non coerente con la tolleranza al rischio del cliente non può quindi superare il giudizio di adeguatezza<sup>25</sup>.

Per la verità, sarebbe possibile una valutazione di adeguatezza positiva anche per uno strumento finanziario che abbia un rischio di per sé non coerente col profilo di un cliente. Con specifico riferimento al requisito degli obiettivi di investimento - tra cui rientra la tolleranza al rischio - l'intermediario può effettuare la valutazione di adeguatezza con riferimento all'intero portafoglio<sup>26</sup>. Un prodotto particolarmente rischioso può infatti comportare un rischio più contenuto se la prospettiva è quella complessiva, nel caso in cui abbia un peso relativamente ridotto nel portafoglio titoli di un cliente.

Anche in un tale contesto, nondimeno, come del resto nel caso di uno strumento finanziario sostenibile che abbia di per sé un rischio coerente col profilo del cliente, il pericolo di un portafoglio eccessivamente concentrato con riferimento ai rischi tipici dei prodotti sostenibili può essere ragionevolmente gestito. In via generale, infatti, un portafoglio eccessivamente concentrato con riferimento a prodotti sostenibili non può superare il giudizio di adeguatezza. Tale rischio è presidiato secondo un duplice modello. Anzitutto, attraverso misure organizzative interne, perché, come è stato chiarito, «*[a] firm should*

---

<sup>25</sup> Chiaramente, questa strategia normativa impone agli intermediari di valutare correttamente i rischi assunti dai clienti nella sottoscrizione degli strumenti finanziari, secondo un'impostazione più difficile quando occorre verificare il rischio tipico di un prodotto sostenibile.

<sup>26</sup> «*with regard to the client's financial situation and investment objectives, the suitability assessment about the impact of the product and transaction can be done at the level of the client's portfolio*»: ESMA GL Suitability 2022, par. 87, 62.

*establish policies and procedures which enable it to ensure inter alia that ... the advice and portfolio management services provided to the client take account of an appropriate degree of risk diversification»<sup>27</sup>. Inoltre, attraverso le norme specifiche in tema di sostituzione di prodotti all'interno di un portafoglio: tra i benefici che devono essere presi in considerazione nell'analisi che conduce a uno *switch* di prodotti, rientra infatti la diversificazione di portafoglio, l'allineamento del rischio di portafoglio con quello del cliente, e la diminuzione del rischio di credito complessivo<sup>28</sup>.*

##### *5. L'eccessiva discrezionalità dell'intermediario e una più efficace tutela dell'investitore*

Venendo ora al secondo problema sollevato, pratiche di vendita errata sono tipicamente la conseguenza di conflitti di interesse che si concretizzano in un particolare momento. È la relativa disciplina quindi che potrebbe rispondere in prima battuta a tale problema. Una simile soluzione non sembra tuttavia pienamente efficace.

Pur contemplando i conflitti che possono insorgere a seguito dell'integrazione delle preferenze di sostenibilità del cliente<sup>29</sup>, il regime in parola impone all'intermediario una loro gestione<sup>30</sup> e, in caso negativo, una mera disciplina di trasparenza (art. 16, par. 3, e art. 23, par. 2, MiFID II; artt. 33-43 MiFID II DR). Nei fatti, questa strategia può essere tuttavia di scarsa utilità a impedire operazioni svantaggiose

<sup>27</sup> ESMA GL Suitability 2022, par. 80, 60.

<sup>28</sup> Sono considerati infatti dei benefici derivanti dalla sostituzione di prodotti in un portafoglio i seguenti aspetti: «(i) an increase in the portfolio diversification (by geographical area, type of instrument, type of issuer, etc.); (ii) an increased alignment of the portfolio's risk profile with the client's risk objectives; (iii) an increase in the portfolio's liquidity; or (iv) a decrease of the overall credit risk of the portfolio»: ESMA GL Suitability 2022, par. 98, 66.

<sup>29</sup> Tra i conflitti di interesse da individuare, rientrano infatti anche «quelli che possono insorgere a seguito dell'integrazione delle preferenze di sostenibilità del cliente» (così il Considerando n. 4 del MiFID II DR 2021).

<sup>30</sup> Infatti, «le imprese di investimento dovrebbero disporre di meccanismi adeguati per garantire che l'inclusione dei fattori di sostenibilità nel processo di consulenza e nella gestione del portafoglio non porti a pratiche di vendita impropria o all'errata rappresentazione di strumenti o strategie finanziari come rispondenti alle preferenze di sostenibilità laddove non lo sono» (così il Considerando n. 5 del MiFID II DR 2021).

per il cliente, a causa in particolare dei suoi limiti cognitivi e comportamentali<sup>31</sup>.

Oltre alla gestione del possibile conflitto di interessi, è opportuno quindi eliminarne la causa. In questa prospettiva, la possibile discrezionalità dell'intermediario nel perseguire contemporaneamente obiettivi finanziari e non finanziari dipende anzitutto dalla scelta del cliente in ordine alle sue preferenze di sostenibilità.

Come sarà dettagliato nei paragrafi che seguono, in caso di risposta affermativa in ordine alle eventuali preferenze di sostenibilità, la discrezionalità dell'intermediario può essere ridotta dall'obbligo di domandare al cliente la gerarchia tra rendimento e sostenibilità, secondo una soluzione rafforzata dalla considerazione che l'intermediario deve rispettare gli obblighi di conoscenza del cliente (c.d. *know your customer rule*) e di perseguire il suo miglior interesse. In assenza di risposta da parte del cliente alla domanda in ordine alla gerarchia tra gli obiettivi, l'analisi precisa degli interessi in gioco e la ricerca di valori fondanti e prevalenti nell'ordinamento suggerisce invece che il rendimento sia da preferire alla sostenibilità.

### 5.1. (Segue) *La rilevanza della profilatura e i vincoli espliciti alla discrezionalità dell'intermediario*

La distribuzione di strumenti finanziari dipende anzitutto dalla scelta del cliente in ordine alle sue preferenze di sostenibilità<sup>32</sup>.

Nel caso in cui il cliente non risponde o risponde negativamente alla preferenza di sostenibilità<sup>33</sup>, il suo profilo è qualificabile come neutro rispetto alla sostenibilità e quindi l'intermediario considera il cliente

---

<sup>31</sup> Di recente, F.E. MEZZANOTTE (nt. 9), 259 e, nel contesto della promozione di una trasparenza di qualità, per l'affermazione secondo cui «ESMA recognises that disclosure has its limits», ESMA Strategy, 23. L'osservazione non è nuova: nella prospettiva della *behavioral finance*, per tutti, T.S. ULEN, *A Behavioral View of Investor Protection*, in 44 *Loyola U. Chicago L. J.* (2012), 1370 e, per un'analisi più approfondita, O. BEN-SHAHAR, C.E. SCHNEIDER, *More Than You Wanted to Know: The Failure of Mandated Disclosure*, Princeton University Press, 2014.

<sup>32</sup> Tale scelta può dipendere da molteplici fattori: per una sintesi dei risultati teorici sul punto e per un'analisi empirica relativa agli investitori italiani, D. COSTA, M. GENTILE, N. LINCIANO, *Interesse verso gli investimenti sostenibili*, Consob Finanza Sostenibile, novembre 2022, 10 ss.

<sup>33</sup> ESMA GL Suitability 2022, par. 85, 61 (*supra*, par. 2).



come un investitore che non ha né preferenze esplicite di sostenibilità, né preferenze esplicite di “non sostenibilità”, come peraltro avviene anche per il momento di transizione per chi è già cliente, finché il profilo-mifid non è ancora stato aggiornato<sup>34</sup>.

Poiché comporta la possibilità di sottoscrivere comunque strumenti sostenibili anche senza aver indicato esplicitamente la preferenza in questo senso (*supra*, par. 2), non è difficile pensare che l’adozione di questo approccio neutro sia “sponsorizzato” dagli intermediari che, dal canto loro, godono di una maggiore discrezionalità, rispetto al caso di una manifestazione esplicita delle preferenze di sostenibilità da parte del cliente.

Nel caso in cui il cliente sia qualificato come neutro rispetto alla sostenibilità, il possibile *trade-off* tra rendimento e sostenibilità dovrebbe essere risolto in favore del primo termine. Il comportamento del cliente è infatti inequivoco in ordine a quale sia, dal suo punto di vista, il suo miglior interesse: se avesse voluto perseguire un obiettivo non finanziario l’avrebbe esplicitato.

Qualora invece il cliente abbia manifestato preferenze di sostenibilità, la discrezionalità dell’intermediario che presta servizi di investimento ad alto valore aggiunto per i quali è richiesta la valutazione di adeguatezza è esposta a diversi vincoli.

Più nel dettaglio, un prodotto conforme a obiettivi di sostenibilità ma non a quelli finanziari non può essere raccomandato, comportando un giudizio negativo di adeguatezza. Come noto, infatti, le imprese di investimento devono determinare se «la specifica operazione da raccomandare o realizzare nel quadro della prestazione del servizio di gestione del portafoglio soddisfa», tra i vari criteri, anche quello relativo alla corrispondenza con gli «obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio e le sue eventuali preferenze di sostenibilità» (art. 25, par. 2, MiFID II e art. 54, par. 2, MiFID II DR).

---

<sup>34</sup> «Where the client does not request the immediate update of its profile, and during the period preceding the acquisition from the firm of the information on the client’s sustainability preferences, the client will be considered as “sustainability-neutral” and therefore, in line with paragraph 85, the client could be recommended products both with and without sustainability-related features»: ESMA GL Suitability 2022, par. 57, 54 ss.

In modo speculare, un prodotto conforme a obiettivi finanziari, ma non a quelli di sostenibilità non potrebbe essere raccomandato a chi abbia preferenze di sostenibilità. L'intermediario, infatti, «non raccomanda né decide di negoziare strumenti finanziari come rispondenti alle preferenze di sostenibilità di un cliente o potenziale cliente se essi non soddisfano tali preferenze» (art. 54, par. 10, co. 2, MiFID II DR). Per la verità, in quest'ultimo caso, «se nessuno strumento finanziario soddisfa le [sue] preferenze di sostenibilità» il cliente potrebbe «adattare le proprie preferenze di sostenibilità» e l'intermediario sarebbe tenuto a tener «traccia della decisione del cliente, compresi i relativi motivi» (art. 54, par. 10, co. 3, MiFID II DR). Su richiesta del cliente il “blocco” potrebbe essere quindi rimosso. Se, tuttavia, un cliente non intende modificare le proprie preferenze di sostenibilità, l'intermediario dovrebbe astenersi, perché la legge è esplicita nel prescrivere che nel caso di servizi di investimento ad alto valore aggiunto «l'impresa di investimento non raccomanda né decide di negoziare alcun servizio o strumento se nessuno dei servizi o degli strumenti è adeguato al cliente» (art. 54, par. 10, co. 1, MiFID II DR).

## 5.2. (Segue) *Le preferenze di sostenibilità e la gerarchia tra gli obiettivi da perseguire*

I vincoli appena menzionati non sono in grado, tuttavia, di sciogliere l'alternativa tra rendimento e sostenibilità. Per un cliente che abbia manifestato le proprie preferenze di sostenibilità è possibile, infatti, individuare diverse tipologie di prodotti come adeguati al suo profilo.

Più nel dettaglio, prodotti rispettosi sia di esigenze finanziarie che di quelle non finanziarie di un determinato cliente sono adeguati, ma presentano caratteristiche diverse, con un impatto quindi differente sull'investitore. Ad esempio, ci sono prodotti con un maggior rendimento (o minor costo) che pur rispettano preferenze di sostenibilità e prodotti con un minor rendimento (o maggior costo) che rispettano le preferenze di sostenibilità in maniera più significativa<sup>35</sup>.

---

<sup>35</sup> Come è ricordato anche dal legislatore, infatti, «[a]d oggi sono stati sviluppati strumenti finanziari con vari livelli di ambizioni in materia di sostenibilità»: così il Considerando n. 6 del MiFID II DR 2021.

Lasciare la scelta su quale strumento offrire all'intermediario potrebbe non essere la soluzione ideale per la tutela dell'investitore. Da un lato, dinamiche di mercato suggeriscono di regola all'intermediario di favorire il rendimento a discapito della sostenibilità, quando i due termini siano in opposizione<sup>36</sup>, per mantenere la relazione col cliente maggior attento ai guadagni del proprio investimento. Per altro verso, la scelta opposta è nondimeno possibile quando è suggerita dal possibile conflitto di interessi, come può essere la percezione di una commissione maggiore in caso di distribuzione di questi prodotti.

Nell'ottica di ridurre la discrezionalità dell'intermediario nell'offerta dei prodotti finanziari, la scelta della Commissione Europea di favorire l'"allineamento" degli obiettivi di investimento, rispetto al "disaccoppiamento" tra obiettivi finanziari e quelli di sostenibilità<sup>37</sup> non risulta particolarmente significativa. Sebbene impedisca all'intermediario di consigliare un prodotto sostenibile ma non in linea con gli obiettivi di investimento, quando può consigliarne uno sostenibile e in linea con gli obiettivi di investimento, la scelta di allineare obiettivi di investimento e di sostenibilità non indica infatti una gerarchia tra gli obiettivi da perseguire e quindi non è in grado di suggerire quale sia la scelta corretta tra rendimento e sostenibilità.

### 5.3. (Segue) *Le scelte esplicite dell'investitore*

In un tale contesto, l'intermediario è tenuto a chiedere al cliente quale sia la sua gerarchia tra rendimento e sostenibilità perché deve rispettare gli obblighi di conoscenza del cliente (c.d. *know your customer rule*) e di servire al meglio i suoi interessi (art. 24, par. 1, MiFID II). Le regole di dettaglio, infatti, possono essere "integrate" mediante l'utilizzo degli *standard* appena ricordati<sup>38</sup>.

---

<sup>36</sup> In questo senso, sia pur in modo non esplicito, F.E. MEZZANOTTE, *Accountability in EU sustainable finance: linking the client's sustainability preferences and the MiFID II suitability obligation*, in 16.4 *Capital Markets Law Journal* (2021), 484 s.

<sup>37</sup> Gli impatti della scelta sono approfonditi da F.E. MEZZANOTTE (nt. 36), 496 ss.

<sup>38</sup> In via generale, un simile approccio è suggerito da A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*<sup>3</sup>, Milano, 2020, 53.

L'investitore che espliciti quale sia la gerarchia tra gli interessi da perseguire manifesta le proprie preferenze e, allo stesso tempo, riduce la discrezionalità dell'intermediario.

Un cliente che preferisca la sostenibilità al rendimento, ad esempio, non riceverà un prodotto non conforme ai suoi obiettivi non finanziari, ma nemmeno uno non coerente con quelli finanziari. Tra due prodotti che rispettano sia gli obiettivi finanziari che quelli di sostenibilità, tuttavia, l'intermediario sarà vincolato dalla scelta esplicita del cliente a raccomandare o a decidere di negoziare quello strumento che, pur con un rendimento inferiore, persegue maggiormente gli obiettivi di sostenibilità.

In assenza di risposta da parte del cliente alla domanda in ordine alla gerarchia tra gli obiettivi, invece, l'esigenza di ridurre la discrezionalità dell'intermediario suggerisce all'interprete di individuare un criterio ordinatore. L'analisi precisa degli interessi in gioco e la ricerca di valori fondanti e prevalenti dell'ordinamento finanziario possono fornire un contributo alla soluzione del problema.

#### 5.4. (Segue) *L'impostazione di default in caso di mancata risposta alla domanda in ordine alla gerarchia tra gli obiettivi da perseguire*

Nel caso di un'adeguata diversificazione del rischio nel portafoglio di un cliente e, contemporaneamente, quando l'intermediario presta un servizio di investimento ad alto valore aggiunto dovendo scegliere tra rendimento e sostenibilità, a parità di rischio dei due prodotti in questione, l'alternativa dovrebbe essere risolta favorendo il primo alla seconda, sulla base di una pluralità di ragioni.

Anzitutto, il legislatore stesso considera il rendimento e il rischio come elementi tipici dell'investimento, mentre la sostenibilità è una sua possibile (ma non necessaria) declinazione: tra i criteri in base ai quali valutare l'adeguatezza di uno strumento finanziario, si esplicita il fatto se «corrisponde agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio e le sue *eventuali* preferenze di sostenibilità» (art. 54, par. 2, lett. a, MiFID II DR, corsivo aggiunto)<sup>39</sup>; inoltre si considerano prodotti equivalenti quelli che hanno un profilo simile di

---

<sup>39</sup> Per un commento sul punto, F.E. MEZZANOTTE (nt. 9), 301.

rischio/rendimento<sup>40</sup>. La medesima impostazione è seguita da ESMA. Oltre a indicare, tra le informazioni utili per un investitore, quelle che consentono di comparare i prodotti, il loro costo, i rischi e le *performance*<sup>41</sup>, nelle sue linee guida, l'autorità richiede infatti agli intermediari di istituire delle procedure interne per assicurarsi che: il cliente abbia un'adeguata consapevolezza della relazione tra rischio e rendimento<sup>42</sup>; prenda in considerazione tutti i rischi rilevanti e ogni costo diretto o indiretto per il cliente, per consentire investimenti adeguati<sup>43</sup>.

In secondo luogo, l'analisi storica del percorso intrapreso dal legislatore suggerisce che il rendimento sia gerarchicamente superiore alla sostenibilità. Nella consultazione pubblica promossa da ESMA, ad esempio, uno dei temi oggetto di discussione è stato il c.d. *Two-Step Suitability Assessment*, strumento considerato utile per integrare le preferenze di sostenibilità nel giudizio di adeguatezza "classico"<sup>44</sup>. Inoltre, nella consultazione pubblica sulla *Renewed Sustainable Finance Strategy* dell'8 aprile 2020, la Commissione Europea ha presentato due domande che, in buona sostanza, chiedevano se promuovere prodotti sostenibili solo *dopo* che la valutazione di adeguatezza fosse stata compiuta<sup>45</sup>, trovando peraltro un riscontro in

---

<sup>40</sup> «Firms should have a process in place, taking into account the nature of the service, the business model and the kind of products that are provided, to assess products available that are 'equivalent' to each other in terms of ability to meet the client's needs and circumstances, such as financial instruments with similar target markets and similar risk-return profile»: ESMA GL Suitability 2022, par. 92, 64.

<sup>41</sup> ESMA Strategy, 23.

<sup>42</sup> «A firm should establish policies and procedures which enable it to ensure *inter alia* that: ... the client has an adequate understanding of the relationship between risk and return, i.e. of the necessarily low remuneration of risk free assets, of the incidence of time horizon on this relationship and of the impact of costs on his investments»: ESMA GL Suitability 2022, par. 80, 60.

<sup>43</sup> «In order to match clients with suitable investments, firms should establish policies and procedures to ensure that they consistently take into account: ... all material characteristics of the investments considered in the suitability assessment, including all relevant risks and any direct or indirect costs to the client»: ESMA GL Suitability 2022, par. 76, 59.

<sup>44</sup> Una buona sintesi delle risposte alla consultazione di ESMA è presente in F.E. MEZZANOTTE (nt. 9), 288 ss.

<sup>45</sup> EUROPEAN COMMISSION, *Consultation on the Renewed Sustainable Finance Strategy*, Consultation Document, April 8, 2020, 8 e 21.

gran parte positivo<sup>46</sup>. Infine, i disegni di legge presentati dalla Commissione Europea sul tema mostrano la preoccupazione che si verifichi il problema del *mis-selling*, se gli obiettivi finanziari siano sacrificati rispetto a quelli di sostenibilità<sup>47</sup>.

L'evoluzione storica emerge dalla lettura del considerando n. 5 del MiFID II DR 2021<sup>48</sup>, che pone una “sequenza di valutazione”, dove prima occorre valutare il rispetto degli obiettivi finanziari e solo successivamente delle preferenze di sostenibilità. Per la verità, leggendo il Considerando appena citato insieme agli artt. 54, par. 2, lett. a, e 54, par. 5, MiFID II DR, 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<sup>49</sup>; ciò nondimeno, questo Considerando è utile nel segnalare una possibile gerarchia nel caso in cui si sia obbligati a scegliere nel *trade-off* tra sostenibilità e rendimento.

Infine, la minor rilevanza degli obiettivi non finanziari rispetto a quelli finanziari emerge dall'introduzione del già ricordato art. 54, par.

---

<sup>46</sup> EUROPEAN COMMISSION (nt. 45), 17 e 47.

<sup>47</sup> L'argomento presente in F.E. MEZZANOTTE (nt. 36), 498 e V. COLAERT (nt. 10), 457 si fonda sulla lettura di EM 2955205, 3, secondo cui il *mis-selling* può accadere «*should a sustainability factors take precedence over a client's personal investment objective*». In questo modo, la Commissione Europea ha fatto propria la prospettiva di ESMA, secondo cui gli “*ESG objectives*” sono secondari rispetto alla tradizionale valutazione di adeguatezza. Anzitutto, «*[t]he willingness of a client to invest in environmentally sustainable, social or good governance products should not be used against the interests of that client*»; inoltre, per evitare che le considerazioni sulla sostenibilità prevalgano sugli altri requisiti per valutare l'adeguatezza, contrariamente al perseguimento del miglior interesse del cliente, sulla pertinenza degli altri criteri di idoneità in un modo che potrebbe non risultare nel migliore interesse del cliente, «*ESG preferences should only be addressed once the suitability has been assessed in accordance with the criteria of knowledge and experience, financial situation and investment objectives. Once the range of suitable products has been identified following this assessment, in a second step the product that fulfils best the client's ESG preferences should be chosen*»: così ESMA, *On integrating sustainability risks and factors in MiFID II* (nt. 22), parr. 10 e 11, 22 s.

<sup>48</sup> Per evitare pratiche di vendita impropria o false rappresentazioni, «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» (così il Considerando n. 5 del MiFID II DR 2021).

<sup>49</sup> In questo senso V. COLAERT (nt. 10), 458.

10, co. 3, MiFID II DR<sup>50</sup>, volto a evitare di “bloccare” l’allocazione del risparmio per soddisfare esigenze di sostenibilità, così mostrando la preferenza per il normale funzionamento del mercato, piuttosto che per la direzione sostenibile che potrebbe prendere. È con esclusivo riferimento alla sostenibilità - e non anche agli altri requisiti - che il cliente può adattare le sue preferenze<sup>51</sup>.

Più in generale, l’obbligo di «servire al meglio gli interessi dei ... clienti» (art. 24, par. 1, MiFID II) suggerisce di interpretare che l’indicazione di un cliente che risponda affermativamente alla preferenza di sostenibilità non significhi che queste debbano prevalere sugli obiettivi finanziari: come emerge anche dalla lettura di alcuni questionari-mifid, gli obiettivi di sostenibilità sono considerati un “di più” e non un obiettivo superiore a quello finanziario; d’altra parte, le esigenze di sostenibilità possono essere soddisfatte anche attraverso ulteriori modalità, talvolta anche più efficaci, come le scelte di consumo. Ciò trova peraltro conferma nella prospettiva dei gestori<sup>52</sup> e in recenti indagini empiriche sul tema<sup>53</sup>. Salvo indicazione esplicita<sup>54</sup>,

---

<sup>50</sup> Al riguardo, v. anche il Considerando n. 8 del MiFID II DR 2021.

<sup>51</sup> «*Firms are reminded that this possibility only refers to the sustainability preferences and that with regard to the other criteria of the suitability assessment, the product has to meet the client profile and otherwise shall not be recommended*»: ESMA GL Suitability 2022, par. 82, 60 s.

<sup>52</sup> Per l’affermazione secondo cui «*in building an investor-centric framework, it is important to recognise that different types of investors have widely varying needs, approaches and preferences. If we ask an end retail investor whether they want a sustainable investment, many may say yes – but it is unlikely that they, or even their advisors, might fully understand how that choice may impact their financial goals*», BLACKROCK, *RE: Consultation on integrating sustainability risks and factors in MiFID II*, 19 February 2019, 6.

<sup>53</sup> Nel 2019, su un campione di oltre 25.000 investitori, il 57% degli intervistati tiene conto dei fattori ESG nelle scelte di investimento; nella scala delle priorità, tuttavia, le preferenze di sostenibilità sono secondarie rispetto agli obiettivi finanziari: in questo senso, SCHRODERS, *Global Investor Study GIS*, 2019, citato da D. COSTA - M. GENTILE - N. LINCiano (nt. 32), 12, nt. 13, dal quale emerge inoltre, con riferimento al contesto italiano, una maggior percentuale di investitori con priorità per gli aspetti finanziari, rispetto a quelli che prediligono invece la sostenibilità (*ivi*, 24).

<sup>54</sup> Secondo alcuni studi, ci sono investitori che preferiscono investire in un fondo sostenibile anche se ciò comporta una diminuzione del rendimento: per tutti, UNIVERSITY OF CAMBRIDGE INSTITUTE FOR SUSTAINABILITY LEADERSHIP (CISL), *Walking the talk: Understanding consumer demand for sustainable investing*,

sono da considerarsi quindi come una “sfumatura” dell’obiettivo principale che si intende perseguire quando si investe. Agendo diversamente, si violerebbe il principio fiduciario a tutela del cliente<sup>55</sup>.

#### 6. *La tutela dell’investitore nella prestazione dei servizi di investimento esecutivi*

Le soluzioni individuate fin qui non possono valere per i servizi di investimento a basso valore aggiunto. Le preferenze di sostenibilità, al pari di qualsiasi obiettivo di investimento, non rilevano infatti né nel regime di appropriatezza (art. 25, par. 3, MiFID II; artt. 55 e 56 MiFID II DR), né in quello di mera esecuzione (art. 25, par. 4, MiFID II; art. 57 MiFID II DR), che si applicano quando l’intermediario presta tali attività. In questi casi, inoltre, è il cliente che seleziona direttamente lo strumento finanziario, senza l’ausilio dell’intermediario che non può quindi “correggere” eventuali scelte controproducenti. Da un punto di vista empirico, questa dinamica è peraltro sempre più frequente nel caso di utilizzo di piattaforme di negoziazione *online*<sup>56</sup>, anche se non si può escludere anche in tale ipotesi la prestazione del servizio di consulenza tramite *robo-advisor*<sup>57</sup>.

Laddove la profilatura della clientela risulta meno efficace, può essere sensato allora concentrarsi sulla “profilatura degli strumenti finanziari”: anziché sul regime relativo al cliente, la soluzione può passare da quello relativo al prodotto (c.d. *know your merchandise rule*).

In quest’ottica, una prima ipotesi concerne la disciplina di *product governance* che, tra le altre cose, impone agli intermediari di individuare il mercato di riferimento di uno strumento finanziario “creato” e distribuito, «al fine di evitare e ridurre sin dall’inizio

---

Cambridge UK, 2019, 14 s. e, sia pur nella prospettiva dei gestori dei fondi, G. STRAMPELLI (nt. 18), 151.

<sup>55</sup> Per un approfondimento sul punto nel dibattito statunitense, V. RAMASWAMY, *The ESG Fiduciary Gap*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, October 25, 2022.

<sup>56</sup> Al riguardo, sia consentito il riferimento a M. ARRIGONI, *The GameStop case and investor protection. Towards a new regime for the provision of executive investment services*, in *Orizzonti*, 2021, II, 956; più di recente, ESMA Strategy, 6.

<sup>57</sup> F.E. MEZZANOTTE (nt. 36), 485.



potenziali rischi di mancato rispetto delle regole di protezione degli investitori» (così il Considerando n. 15 della MiFID II DD)<sup>58</sup>. La genericità delle indicazioni normative sui fattori di sostenibilità (art. 2, punto 24, Regolamento (UE) 2019/2088, c.d. *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, SFDR) e la problematica identificazione delle relative metriche rendono, tuttavia, meno efficace la regola che chiede l'individuazione del *target market*: obiettivi di sostenibilità molto generici consentono prodotti capaci di soddisfare *target market* molto ampi. Semmai, in una prospettiva *de iure condendo*, la disciplina di *product governance* potrebbe prevedere l'obbligo per i distributori di indicare la prestazione di servizi di investimento ad alto valore aggiunto in caso di mancanza di informazioni da parte dei clienti e per prodotti particolarmente complessi o rischiosi<sup>59</sup>.

Più utile risulta, invece, incidere sulla “mappatura dei prodotti”, cioè sulla presentazione degli strumenti finanziari da offrire alla clientela. Per servire al meglio anche in questo caso gli interessi dei suoi clienti (art. 24, par. 1, MiFID II) e nel rispetto del suo dovere di trasparenza e correttezza (art. 24, par. 3, MiFID II), l'intermediario dovrebbe essere tenuto a escludere dalla gamma di prodotti offerti alla clientela quelli che, all'evidenza, presentano una relazione rischio-rendimento sproporzionata rispetto alla media di mercato, nonché rispetto ad altri prodotti comunque presenti nell'elenco generale<sup>60</sup>. In altri termini, nel contesto di servizi di investimento esecutivi, il rischio di *mis-selling* può essere ridotto presidiando possibili mappature opportunistiche da parte degli intermediari.

---

<sup>58</sup> Per un approfondimento, A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2019, I, 7 e, successivamente, L. DELLA TOMMASINA, *La produzione e la distribuzione di strumenti finanziari (tra servizi di investimento esecutivi, aumenti di capitale senza consulenza e derivati over the counter)*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2021, II, 264 ss.

<sup>59</sup> Per un approfondimento della proposta, M. ARRIGONI (nt. 56), 967. Per l'affermazione secondo cui «*disclosures on sustainability characteristics of products are complex*», ESMA Strategy, 27.

<sup>60</sup> L'impostazione di far discendere norme di condotta specifiche dalle clausole generali menzionate non è nuova: con riferimento ai c.d. prodotti illiquidi e complessi, rispettivamente, CONSOB, *Comunicazione*, n. 9019104 del 2 marzo 2009, 5 e CONSOB, *Comunicazione*, n. 0097996 del 22 dicembre 2014, entrambe poi revocate da CONSOB, *Avviso*, 3 febbraio 2022.

## 7. Conclusioni

Al fine di promuovere la finanza sostenibile, le recenti novelle alla disciplina sui servizi di investimento non sono esenti da criticità, quali la sovraesposizione ai rischi tipici dell'investimento e la maggior discrezionalità offerta agli intermediari che potrebbe aumentare i casi di *mis-selling*.

Tali rischi possono essere gestiti ricorrendo agli strumenti offerti dall'ordinamento. Al riguardo, le soluzioni variano a seconda dei servizi di investimento prestati dall'intermediario.

Nel caso dei servizi di investimento di consulenza in materia di investimenti e di gestione individuale di portafoglio, la valutazione di adeguatezza costituisce un filtro a investimenti non coerenti col profilo di rischio del cliente. In assenza di indicazioni esplicite da parte del cliente, lo stesso vale per la riduzione della discrezionalità offerta all'intermediario: la considerazione per cui il rendimento sia da preferire alla sostenibilità impatta sulla valutazione di adeguatezza di un determinato strumento finanziario in relazione al profilo di uno specifico cliente. In caso di violazione di tali obblighi, la disciplina europea è lacunosa e lascia, pertanto, agli Stati membri l'identificazione più puntuale dei rimedi<sup>61</sup>.

Qualora, invece, l'intermediario presti i servizi di investimento puramente esecutivi, la valutazione nel merito dell'investimento non risulta lo strumento più efficace a presidiare i rischi evidenziati. In tal caso, più ragionevole pare concentrarsi anzitutto sulla disciplina di *product governance*, per la quale l'intermediario deve individuare il mercato di riferimento di uno strumento finanziario "creato" o distribuito. Maggiormente efficace può essere, inoltre, l'obbligo di "mappatura dei prodotti" che comporta per l'intermediario l'esclusione dalla gamma di strumenti finanziari offerti alla clientela quelli che, all'evidenza, presentano una relazione rischio-rendimento sproporzionata. Diversamente dall'ipotesi dei servizi di investimento ad alto valore aggiunto, in questo caso, tuttavia, la soluzione individuata

---

<sup>61</sup> Con specifico riferimento alla giurisprudenza italiana, per un approfondimento dei rimedi vuoi nel senso della nullità per contrarietà a norme imperative *ex art.* 1418, co. 1, c.c., vuoi per la responsabilità precontrattuale da violazione di obblighi di comportamento gravanti *ex lege* sull'intermediario nella fase precedente la conclusione del contratto, A. PERRONE (nt. 38), 240 ss.

in questo contesto non è particolarmente efficace. L'applicazione nel regime di *product governance* del principio di proporzionalità e la flessibilità offerta dalle linee guida ESMA ai distributori suggerisce, infatti, che tale strategia consenta di evitare solamente casi eclatanti di *mis-selling*, non rappresentando, di contro, uno strumento di conformazione “forte” dell’offerta di strumenti finanziari alla clientela, in grado di incidere su qualsiasi prodotto distribuito dagli intermediari<sup>62</sup>. Per i servizi di investimento esecutivi, peraltro, il filtro della valutazione nel merito dell’investimento è meno efficace: diversamente dal regime di adeguatezza, la norma di condotta dell’appropriatezza richiede infatti all’intermediario di prendere in considerazione minori parametri e, soprattutto, ammette la possibilità che il cliente impartisca un ordine non coerente col suo profilo (art. 25, par. 3, MiFID II)<sup>63</sup>.

---

<sup>62</sup> Sul punto, A. PERRONE, *A Brave New World? Investment Services and Investor Protection*, in S. LANNI, *Harmonization of European and Latin-American Consumer Law*, Convegno Conclusivo Progetto Jean Monnet Module HELACOL, vol. 5. ESI (2018), Naples, 183; v. anche E.R. RESTELLI, *Shaped by the Rules. How Inducement Regulation Will Change the Investment Service Industry*, in 4 *ECFR* (2021), 659 s.

<sup>63</sup> Nel senso che ciò sia espressione di un principio di autoresponsabilità, L. DELLA TOMMASINA (nt. 58), 276: diversamente dall’adeguatezza, nel regime di appropriatezza è il cliente a valutare la coerenza dell’investimento con la sua situazione economica e coi suoi obiettivi di investimento; inoltre, la possibilità di procedere con l’investimento anche in caso di giudizio negativo implica la considerazione per cui «il cliente non dev’essere salvato da se stesso».