

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

LUGLIO/SETTEMBRE

2022

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

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

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

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

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

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

SEDE DELLA REDAZIONE

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

Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al *greenwashing*: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio

SOMMARIO: 1. Considerazioni introduttive – 2. Il *greenwashing* e la sua disciplina nel mercato finanziario – 2.1. Analisi preliminare del sistema delineato dalla SFDR, dalla TR, e della normativa di Livello 2 – 3. Il *greenwashing* in materia di prodotti finanziari, e gli obblighi d'informazione quale strumento primario di tutela dell'investitore – 3.1. Gli obblighi informativi nella SFDR, e la loro interazione con le regole presenti nel Regolamento Tassonomia – 4. Considerazioni preliminari in merito all'adeguatezza del regime degli obblighi informativi in materia di sostenibilità – 5. Le criticità del modello – 6. L'impatto della disciplina di Livello 2, e il ruolo dei *Regulatory Technical Standard* nel risolvere le criticità presentate dalla normativa – 7. Considerazioni conclusive.

1. *Considerazioni introduttive*

La centralità della sostenibilità nel dispiegamento dei fenomeni di mercato appare, ad oggi, difficilmente negabile; non sorprende, di conseguenza, il parallelo affermarsi dei relativi *claim* come elemento essenziale delle strategie di marketing e comunicazione da parte delle imprese.

Ciò muove, innanzitutto, dall'osservazione empirica dei comportamenti degli agenti del mercato: l'analisi dei *trend* di consumo mostra come gli individui tendano oggi ad acquistare quei prodotti i quali appaiano allineati con il proprio sistema di valori: in tal senso, i consumatori dichiarano con crescente frequenza di essere favorevoli a modificare le proprie scelte d'acquisto al fine di ridurre l'impatto ambientale e di essere interessati a favorire – in prima persona ovvero indirettamente – l'adozione di tecnologie *green* e di processi sostenibili¹.

¹ Si veda, in tal senso, l'indagine Condotta da IBM, *Meet the 2020 consumers driving change. Why brands must deliver on omnipresence, agility, and sustainability*, 2020, <https://www.ibm.com/downloads/cas/EXK4XKX8>; cfr. altresì R. ROSMARIN, *Sustainability sells: Why consumers and clothing brands alike are turning to sustainability as a guiding light*, 2020, www.businessinsider.com.

Risulta evidente come, a fronte di tale interesse, gli operatori di mercato si trovino giocoforza a competere altresì sulla promozione di iniziative a carattere ambientale o sociale, nel tentativo di far leva su tali interessi dei consumatori. La crescente necessità, da parte delle compagnie, di rafforzare la sostenibilità percepita della propria attività determina tuttavia l'insorgere di una pluralità di rischi connessi a possibili utilizzi distorsivi ovvero ingannevoli delle dichiarazioni operate al fine di attrarre l'interesse del pubblico.

In questo senso, si osserva come alla centralità dei temi connessi alla sostenibilità nel mercato si accompagni la parallela tendenza da parte delle imprese a fornire informazioni non sempre corrette in merito all'effettivo impatto ambientale o sociale delle proprie attività, al fine di ingenerare un'erronea rappresentazione nelle menti dei consumatori; questo fenomeno è notoriamente identificato con il termine “*Greenwashing*”².

Considerandone, genericamente, la natura di informazioni commerciali, le comunicazioni suscettibili di *greenwashing* sono astrattamente riscontrabili in qualsiasi interazione B2C. Di conseguenza il tema è stato in tempi recenti oggetto di indagine da parte di diversi plessi normativi, considerandosene di volta in volta gli aspetti più prettamente relativi alla tutela del consumatore, alla protezione della concorrenza, ovvero alla *corporate governance* delle imprese³.

Non sorprende di conseguenza come il tema del contrasto al *greenwashing* sia emerso altresì al centro del dibattito in materia di diritto dei mercati finanziari. Complice la grande attenzione al tema

² La prima formulazione compiuta della nozione si deve a T. WAHIDA SHAHAN, *Green Washing: An Alarming Issue*, in *ASA University Review*, 2013, 7, 1, 81-88.

³ *Ex multis* si vedano G. TSAGAS, *A Proposal for Reform of EU Member States' Corporate Governance Codes in Support of Sustainability*, in *Sustainability*, 2020, 12; M. CHERRY, *The Law and Economics of Corporate Social Responsibility and Greenwashing*, in *14 U.C. Davis Business Law Journal*, 2014, 282; D. SCHMUCK E J. MATTHES, *Misleading Consumers with Green Advertising? An Affect-Reason-Involvement Account of Greenwashing Effects in Environmental Advertising*, in *47 Journal of Advertising*, 2018, 2, 127-145. Di interesse altresì la recente indagine condotta dalla Commissione europea, *Screening of websites for 'greenwashing': half of green claims lack evidence*, 2021, in

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_269; cfr. altresì C. ANGELICI, *Divagazioni sulla “responsabilità sociale” d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, fasc. 1, 3.

della finanza sostenibile da parte degli organi dell'Unione⁴, e rinvenendosi pacificamente nella transizione sostenibile del sistema economico uno degli obiettivi primari della regolamentazione dei mercati finanziario, bancario e assicurativo⁵, gli operatori finanziari hanno iniziato a immettere sul mercato prodotti e servizi i quali supportano direttamente o indirettamente progetti connessi alla sostenibilità, promuovendo questi prodotti come *green*; ciò ha comportato, quale sua conseguenza, la necessità di elaborare un apparato normativo idoneo a garantire che i prodotti negoziati risultassero, effettivamente, provvisti delle caratteristiche vantate.

Nel tentativo di predisporre regole volte a scongiurare il *greenwashing*, appare di interesse osservare come un elemento comune ai diversi approcci normativi sia rinvenibile nella tendenza a ricorrere strategie basate sull'informativa da trasmettere alle controparti (e, per quanto qui d'interesse, all'investitore), asseritamente funzionali a ridurre l'asimmetria esistente tra consumatore e professionista⁶.

La capacità di costruire un sistema finanziario concretamente idoneo a favorire la transizione sostenibile muove, di conseguenza, dall'efficacia di tali obblighi in termini di *empowerment* dell'investitore e di responsabilizzazione della controparte professionale.

Ciò appare, del resto, coerente con la centralità che la *disclosure* assume tradizionalmente nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari. Un fenomeno, invero, dovuto ad una serie di caratteristiche strutturali tradizionalmente riconosciute a tale strumento: innanzitutto, si ritiene generalmente che gli obblighi d'informazione rappresentino una risorsa "a basso costo" di implementazione per il legislatore. In secondo luogo, si tratta di una strategia di regolazione tradizionalmente percepita come poco invasiva rispetto a modelli di *Command&Control* e che, di conseguenza, gode normalmente di ampia accettazione

⁴ *Inter alia*, a marzo 2018, la Commissione Europea ha pubblicato il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile (COM/2018/097 final) volto a migliorare il contributo del settore finanziario nel sostenere il programma dell'Unione Europea per il clima e lo sviluppo sostenibile.

⁵ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 1, I, 241 ss.; di recente, altresì F. RIGANTI, *Regolazione del mercato e "fine di lucro"*. *Spunti per una ricerca aggiornata in tema di sostenibilità*, 4 maggio 2022, in *Dirittobancario.it*.

⁶ Per quanto riguarda i principi della materia v. P. LUCANTONI, *L'informazione da prospetto. Struttura e funzione nel mercato regolato*, Milano, 2020.

politica⁷. Inoltre, e coerentemente con quanto postulato dalla teoria microeconomica neoclassica e con la concezione del consumatore quale *homo oeconomicus*, si ritiene che l'incremento dell'informazione disponibile all'investitore contribuisca a consentire a costui di compiere scelte maggiormente avvedute⁸. In ottica sistemica, infine, si presume che una maggiore disponibilità di informazioni nei mercati dovrebbe contenerne la volatilità, aiutando a preservare la stabilità degli stessi⁹.

Nonostante alla luce di queste posizioni gli obblighi informativi si siano affermati come uno strumento primario di regolamentazione nei mercati finanziari, è necessario osservare come in tempi recenti le fondamenta concettuali di tale metodo siano state poste significativamente in dubbio: gli studi in materia di finanza comportamentale e sperimentale hanno ampiamente evidenziato che il ruolo della *disclosure* come strumento di rafforzamento delle posizioni del consumatore tende ad essere sovente sovrastimato e che gli investitori incorrono con significativa frequenza in comportamenti riconducibili a razionalità limitata o determinati dall'influenza dei loro *bias* cognitivi nei processi di elaborazione delle informazioni¹⁰.

⁷ O. BEN-SHAHAR, C. SCHNEIDER, *The Failure of Mandated Disclosure*, in 159 *University of Pennsylvania Law Review*, 2011, 681-684.

⁸ L. ENRIQUES, S. GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation* in N. Moloney, E. Ferran e J. Payne (a cura di), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015; nonché, in merito al rapporto tra *disclosure* e trasparenza alla luce della crisi economica, E. AVGOULEAS *The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform*, in 6 *European Company and Financial Law Review*, 4.

⁹ La letteratura in merito ai vantaggi e agli svantaggi dei modelli di informativa nel diritto bancario e dei mercati finanziari è, invero, ampia: si rinvia, di conseguenza e senza pretesa di esaustività, a E. AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse, A Legal and Economic Analysis*, Oxford, 2005, 173-183; J. COFFEE, *Market failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, in 70 *Virginia Law Review*, 1984, 717; I. CHIU, *Examining the justifications for mandatory ongoing disclosure in securities regulation*, in 26 *The Company Lawyer*, 2005, 3, 67; A. FERRELL, *The case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation around the World*, in 2 *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 2007, 81, 88-92.

¹⁰ Cfr. *ex multis* A. TVERSKY, D. KAHNEMAN, *Rational Choice and the Framing of Decisions*, in 59 *Journal of Business* 1989, 251-S278; G. HELLERINGER, *A Behavioural Perspective on Consumer Finance*, in H. Micklitz, A. Sibony e F. Esposito (a cura di), *Research Methods in Consumer Law*, Elgar, 2018, 334; J.R. AGNEW, L.R. SZYKMAN, *Asset Allocation and Information Overload: The Influence*

Cionondimeno, come si avrà modo di osservare a breve, anche con riferimento all'esigenza di contrasto al *greenwashing* nei mercati finanziari l'orientamento delle istituzioni dell'Unione è stato favorevole all'introduzione di obblighi informativi nei confronti degli investitori, dei quali tuttavia è di conseguenza necessario analizzare criticamente l'efficacia.

2. Il greenwashing e la sua disciplina nel mercato finanziario

Come si è avuto modo di premettere, il *greenwashing* ha assunto in anni recenti assoluta centralità nel dibattito in materia di disciplina dei prodotti e servizi finanziari, specialmente alla luce della crescente attenzione nei confronti degli investimenti riconducibili al rispetto di fattori di sostenibilità *Environmental, Social* e di *Governance (ESG)*¹¹.

La ricomprensione dei fattori ESG all'interno dei processi di investimento è stata, del resto, identificata come una soluzione efficace per mitigare eventi negativi quali il sovrasfruttamento delle risorse naturali, il degrado ambientale e la disuguaglianza sociale storicamente derivati dallo sviluppo incontrollato dei mercati; al contempo, il ricorso all'investimento privato al fine di favorire processi sostenibili risulta idoneo, *pro futuro*, a riallocare le risorse economiche verso investimenti virtuosi consentendo, al contempo, di delegare in parte il perseguimento delle *policy* di sostenibilità alle imprese, sfruttando la crescente *financialization* dei mercati¹².

of Information Display, Asset Choice, and Investor Experience, in 6 *The Journal of Behavioral Finance*, 2005, 2, 57–70; M. MONTI, R. BOERO, N. BERG, G. GIGERENZER, L. MARTIGNON, *How do common investors behave? Information search and portfolio choice among bank customers and university students*, in 11 *Mind & Society*, 2012, 203-233; G. GIGERENZER, *The heuristics revolution: rethinking the role of uncertainty in finance*, in R. Viale, S. Mousavi, B. Alemanni e U. Filotto (a cura di), *The Behavioral Finance Revolution. A New Approach to Financial Policies and Regulations*, Elgar, 2018, 115; N. LINCiano, *How behavioral finance can reshape financial consumer protection: Consob's first steps in the European Framework*, *ibidem*, 183.

¹¹ V. A. MOONEY, *Greenwashing in finance: Europe's push to police ESG investing*, 2021, in <https://www.ft.com/content/74888921-368d-42e1-91cd-c3c8ce64a05e>.

¹² T. LAGOARDE-SEGOT, *Financialization: Towards a New Research Agenda*, in 51 *International Review of Financial Analysis*, 2016, 113-123; N. VAN DER ZWAN, *Making Sense of Financialization*, in 12 *Socio-Economic Review*, 2014, 1.

Ciò anche considerandosi come i prodotti finanziari presentano, intrinsecamente, un significativo grado di flessibilità in termini di caratteristiche e destinazione d'investimento: al fianco di quei casi nei quali si considerino forme dirette di investimento in prodotti sostenibili, i prodotti *green* sono altresì suscettibili di operare in via indiretta, attraverso la ricomprensione di istanze collateralmente connesse alla sostenibilità ambientale e sociale all'interno di operazioni di investimento di tipo tradizionale. Il ricorso a prodotti *sustainability-linked* consente di internalizzare le esternalità connesse all'impatto ambientale e sociale degli investimenti pur rimanendo all'interno di un tradizionale circuito di creazione del valore¹³. La flessibilità e il vasto novero di prodotti e servizi astrattamente funzionalizzabili a obiettivi di sostenibilità rappresenta, dunque, un fattore di primario interesse dal lato degli emittenti e degli operatori.

Ciononostante, a lungo – e in assenza di un quadro normativo univoco per l'identificazione dei prodotti qualificabili come sostenibili – gli emittenti e gli intermediari hanno dovuto sviluppare autonomamente indici e definizioni di prodotti *green* e sostenibili, con conseguente eterogeneità degli stessi in termini di dettaglio, trasparenza e parametri¹⁴. Da ciò la considerazione per cui, avendo gli investitori difficoltà ad individuare in prima persona quegli investimenti effettivamente in grado di produrre benefici in termini di sostenibilità, la disponibilità di un vasto novero di indici e definizioni non armonizzate sia intrinsecamente suscettibile di ostacolare la trasparenza del mercato e la capacità di scelta degli investitori.

A fronte di tale rischio, la definizione di un quadro normativo unitario a livello europeo è stata recentemente perseguita attraverso l'emanazione del Regolamento sull'informativa di sostenibilità dei servizi finanziari (*Sustainable Finance Disclosure Regulation* –

¹³ G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP, *G20 Green Finance Synthesis Report*, 2016, in https://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/Synthesis_Report_Full_EN.pdf.

¹⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Defining "green" in the context of green finance. Final report*, 2017, in <https://ec.europa.eu>.

SFDR)¹⁵ e il Regolamento Tassonomia (*Taxonomy Regulation, TR*)¹⁶, entrambi perseguiti il comune obiettivo di fornire degli strumenti utili a qualificare e catalogare gli investimenti sostenibili, nonché a comunicarne le caratteristiche agli investitori.

2.1. *Analisi preliminare del sistema delineato dalla SFDR, dalla TR, e della normativa di Livello 2*

La SFDR è stata approvata alla fine del 2019, ed ha iniziato ad avere applicazione nel territorio dell'Unione a partire dal marzo 2021: il Regolamento stabilisce una serie di obblighi informativi connessi alla sostenibilità dei prodotti finanziari, al fine di colmare le differenze preesistenti tra gli standard accolti a livello dei singoli Stati Membri e aumentare la consapevolezza degli investitori in merito ai profili ESG¹⁷.

In tal senso, la SFDR agisce attraverso la contestuale introduzione di obblighi informativi e doveri fiduciari in capo agli operatori di mercato, con l'obiettivo ultimo di agevolare la capacità degli investitori di distinguere e comparare tra loro i prodotti finanziari sostenibili (e non sostenibili), uniformandone i relativi canali di produzione e distribuzione. Ciò al fine di migliorare sia la trasparenza dei prodotti, sia la chiarezza dell'informativa resa dai professionisti agli investitori – in particolare quelli *retail*.

La SFDR stabilisce in primo luogo un elenco dei soggetti sottoposti alla disciplina (attori nel mercato finanziario, intermediari e consulenti)¹⁸, individuando poi i prodotti oggetto di obbligazioni fiduciarie e le condizioni alle quali questi possono qualificarsi come “investimenti sostenibili”¹⁹. Qualora un prodotto sia qualificabile come

¹⁵ Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, OJ L 317, 9.12.2019.

¹⁶ Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del 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, OJ L 198, 22.6.2020.

¹⁷ SFDR *Considerando* 9 e 10.

¹⁸ Art. 2 (1) SFDR.

¹⁹ In particolare, *ex* Art. 2(17) è qualificato come investimento sostenibile ogni “investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse

sostenibile, la SFDR prescrive conseguentemente una serie di oneri informativi da soddisfarsi nei confronti degli investitori, i quali hanno ad oggetto le caratteristiche, l'impatto, e i rischi dello stesso²⁰.

Le metodologie e il *layout* di presentazione degli obblighi informativi sono stabilite attraverso il ricorso ad atti di disciplina secondaria e, in particolare, ai *Regulatory Technical Standard* (RTS) da adottarsi presso la Commissione a seguito di definizione da parte delle ESAs²¹. Conseguentemente, i RTS sono rilevanti sia al fine di identificare quali oneri di *compliance* incomberanno sugli intermediari finanziari, sia al fine di fornire alle ESAs una prima panoramica in merito ai principali aspetti della disciplina primaria, i quali richiedono maggiore definizione.

Dopo un prolungato periodo di stasi – dovuto in larga parte alle vicende connesse alla crisi pandemica – i *Regulatory Technical Standard* sono stati finalmente oggetto di pubblicazione nell'aprile 2022, e saranno applicati a partire dal gennaio 2023²².

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.”

²⁰ Cfr. gli Art. 2(22) e 2(24) della SFDR.

²¹ Commission Delegated Regulation of 6 April 2022 supplementing Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the details of the content and presentation of the information in relation to the principle of 'do no significant harm', specifying the content, methodologies and presentation of information in relation to sustainability indicators and adverse sustainability impacts, and the content and presentation of the information in relation to the promotion of environmental or social characteristics and sustainable investment objectives in pre-contractual documents, on websites and in periodic reports.

²² V. <https://www.esa.europa.eu/regulation-and-policy/transparency-and-pillar-3/joint-rtsg-disclosure-standards-financial-market-participants>. I RTS sono consultabili al link www.ec.europa.eu.

Per quanto riguarda, invece, il Regolamento Tassonomia, quest'ultimo è stato approvato il 22 giugno 2020 per entrare in vigore il mese successivo: il Regolamento si propone di stabilire un sistema di classificazione armonizzato per le attività sostenibili a livello europeo²³, posto che ad avviso della Commissione la creazione di un sistema chiaro e trasparente a favore di investitori, istituzioni, ed imprese operanti nel mercato finanziario rappresenta un elemento essenziale per consentire la consapevolezza delle decisioni, nonché per promuovere l'investimento in attività sostenibili²⁴.

Al fine di identificare quali prodotti siano soggetti ai vincoli prescritti nel Regolamento, lo stesso fa riferimento alle definizioni contenute nella SFDR; inoltre, la TR provvede ad enucleare una definizione di quelle attività da considerarsi sostenibili dal punto di vista ambientale. A tale scopo, la TR identifica sei c.d. obiettivi ambientali²⁵: ai sensi del Regolamento, un prodotto potrà essere definito come sostenibile qualora contribuisca in maniera significativa ad (almeno) uno di essi, senza compromettere in maniera significativa il raggiungimento degli altri.

Ad integrazione di quanto previsto in merito alla contribuzione al raggiungimento dei summenzionati obiettivi ambientali, un'attività potrà considerarsi sostenibile solo qualora sia conforme ai principi stabiliti dai principali *corpora* di diritto internazionale rilevanti in materia, tra i quali particolare rilievo assumono i principi UN in materia di diritti umani e la Carta internazionale dei Diritti dell'Uomo.

Con riferimento agli obiettivi ambientali, le soglie necessarie a classificare i prodotti finanziari in conformità a ciascuno di essi sono stabilite, ancora una volta, attraverso il ricorso a normativa secondaria (i *Technical Screening Criteria - TSC*). Con riferimento a quest'ultima, si prevede che i TSC debbano risultare specificatamente predisposti e

²³ V. D. BUSCH, G. FERRARINI E A. VAN DEN HURK, *The European Commission's Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives*, in *EUSFiL Research Working Paper Series*, 2020, 3, 8; altresì D. BUSCH, G. FERRARINI E S. GRÜNEWALD, *Sustainable Finance in Europe: Setting the Scene*, in D. Busch, G. Ferrarini e S. Grünwald (a cura di), *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, 2021, Macmillian 22.

²⁴ EU COMMISSION TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Spotlight on Taxonomy*, 2018 consultabile al sito <https://ec.europa.eu>.

²⁵ Art. 9 TR.

adattabili alle diverse attività economiche, suscettibili di essere adattati per riflettere eventuali sviluppi scientifici o tecnici intervenuti nei settori oggetto di disciplina, basati su rigorose evidenze scientifiche nonché, ove possibile, in misura quantitativamente determinabile.

Insieme, RTS e TSC concorrono dunque a conformare la c.d. normativa di Livello 2, deputata a dare implementazione alle disposizioni di principio presenti nei due regolamenti, costituenti la c.d. normativa di Livello 1.

3. *Il greenwashing in materia di prodotti finanziari, e gli obblighi d'informazione quale strumento primario di tutela dell'investitore*

All'interno del quadro tracciato dai due regolamenti e dalla relativa normativa secondaria, la *disclosure* in materia di prodotti finanziari è identificata quale strumento primario di contrasto al *greenwashing*. Di conseguenza, dopo aver individuato i principi fondamentali della materia nella disciplina di rango primario (SFDR e TR), le istituzioni comunitarie hanno demandato la specificazione di tali obblighi alla disciplina di Livello 2 contenuta nei RTS e nei TSC.

Si osservi tuttavia come nelle intenzioni del legislatore europeo la disciplina di rango primario sia ritenuta idonea ad operare altresì in assenza degli atti secondari: nonostante i RTS siano destinati ad entrare in vigore soltanto dal 2023, ad avviso della Commissione Europea l'applicabilità della SFDR non è infatti condizionata alla presenza della normativa di Livello 2, stante l'autosufficienza dei principi generali in materia di *disclosure* sulla sostenibilità dei prodotti finanziari. Analogo discorso ha valore nel rapporto tra TR e TSC.

Tale scelta appare foriera di potenziali (e significative) criticità: in assenza di chiari standard di armonizzazione, si presenta il concreto rischio che gli attori operanti nei mercati finanziari, pur agendo formalmente in linea con le disposizioni di principio stabilite da SFDR e TR, modulino le proprie comunicazioni a danno degli investitori ostacolando l'effettivo raggiungimento degli obiettivi connessi alla creazione di un sistema finanziario sostenibile. Rimane, di conseguenza, incerta l'idoneità del quadro normativo testé delineato a contrastare il fenomeno del *greenwashing*. Al fine di poter meglio analizzare questo aspetto è tuttavia necessario entrare in maggiore

dettaglio con riferimento agli obblighi informativi previsti dalla *Sustainable Financial Disclosure Regulation*.

3.1. *Gli obblighi informativi nella SFDR, e la loro interazione con le regole presenti nel Regolamento Tassonomia*

Nel determinare la natura e il contenuto degli obblighi di *disclosure* in materia di sostenibilità dei prodotti finanziari, le disposizioni dei due Regolamenti europei di Livello 1 appaiono intrecciate.

Gli obblighi informativi disposti dalla SFDR operano dei confronti di tutti gli attori operanti nel mercato finanziario – ivi inclusi gli intermediari – per tutti i prodotti finanziari negoziati, e l’informativa in materia di sostenibilità è distinta in obblighi relativi all’impresa emittente²⁶ e relativi al prodotto finanziario negoziato²⁷.

Laddove gli obblighi relativi alle caratteristiche dell’impresa emittente assumono rilevanza marginale con riferimento alla capacità di individuare i prodotti oggetto di investimento nella composizione del proprio portafoglio, particolare importanza hanno viceversa le informazioni da fornire in merito alle caratteristiche di sostenibilità del prodotto negoziato. Con riferimento a queste ultime, il Regolamento distingue e diversifica tra le informazioni da fornire in fase pre-contrattuale, quelle che devono essere presenti sul sito web dell’operatore, e l’informativa periodica. È opportuno considerare, inoltre, che gli obblighi informativi delineati dai due regolamenti si sommano ed integrano con le obbligazioni derivanti da altri *corpora* normativi del diritto dei mercati finanziari quali, *in primis*, la MiFID II²⁸.

Per quanto riguarda l’informativa da fornire in fase pre-contrattuale, quest’ultima deve illustrare come i rischi in materia di sostenibilità siano stati presi in considerazione nell’ambito dell’investimento promosso e nella definizione delle caratteristiche del prodotto. L’informativa deve, poi, essere diversificata in base al fatto che il prodotto (a) presenti caratteristiche connesse alla sostenibilità

²⁶ Sezione III SFDR.

²⁷ SFDR Sezioni IV, V, VI.

²⁸ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, OJ L 173, 12.6.2014.

ambientale o sociale pur senza promuovere direttamente un investimento sostenibile (c.d. prodotti *light green*); (b) abbia come proprio obiettivo primario la promozione di un investimento sostenibile (c.d. prodotti *dark green*); ovvero (c) abbia effetti pregiudizievoli in termini di sostenibilità (c.d. altri prodotti o prodotti *brown*). In ognuno di questi casi, l'informazione deve essere, naturalmente, completa ed esaustiva; inoltre, qualora i rischi in materia di sostenibilità connessi al prodotto non siano ritenuti rilevanti, è necessario darne espressa giustificazione (approccio c.d. *comply or explain*).

È poi previsto che alcune informazioni in merito alla sostenibilità dei prodotti negoziati siano presenti altresì sul sito web dell'operatore: in particolare, ai sensi della SFDR, il sito web del *market agent* dovrà contenere una chiara descrizione delle caratteristiche dei prodotti, informazioni in merito alla metodologia utilizzata per valutarne, misurarne e monitorarne l'impatto in termini di sostenibilità, nonché relative alle basi dati utilizzate per classificare i prodotti ai sensi della SFDR. Si prevede altresì che tali informazioni siano oggetto di aggiornamento periodico e tempestivo, con chiara esplicitazione delle ragioni alla base di ogni emendamento successivo alla loro pubblicazione.

Da ultimo, una descrizione di come e in che misura i prodotti finanziari presenti in un portafoglio raggiungano o promuovano obiettivi connessi alla sostenibilità sociale o ambientale deve altresì essere fornita regolarmente nell'informativa periodica destinata agli investitori²⁹.

I criteri per classificare un prodotto come *light* o *dark green* sono disciplinati dal Regolamento Tassonomia mentre, come si è già avuto modo di evidenziare, i formati di presentazione delle suddette informative nelle diverse modalità (pre-contrattuale, online e periodica) sono predisposti mediante i *layout* presenti *Regulatory Technical Standard* considerando, in via specifica, la tipologia di prodotto negoziato, le sue caratteristiche e le differenze tra ogni classe di prodotto.

²⁹ Art. 11 SFDR.

4. Considerazioni preliminari in merito all'adeguatezza del regime degli obblighi informativi in materia di sostenibilità

La creazione di un sistema uniforme di regole in materia di *disclosure* sulla sostenibilità dei prodotti finanziari rappresenta certamente un obiettivo ambizioso da raggiungere per le autorità europee, e non vi è dubbio che la predisposizione di un sistema multi-livello (ricorrendo a discipline di diverso rango) costituisca un primo passaggio necessario alla luce delle complessità insite *in subiecta materia*, dell'ampio spettro che la regolamentazione si propone di avere, nonché considerando la necessità di contrastare nel più breve tempo possibile le condotte riconducibili al *greenwashing*. Non sorprende dunque la scelta di accompagnare una disciplina di principio immediatamente vincolante ad una serie di documenti di specificazione da emanarsi successivamente nel tempo, dotati di una maggiore flessibilità e recettivi delle evidenze scientifiche più attuali.

Al contempo, l'organizzazione dell'informativa in materia di sostenibilità attraverso un sistema "a più velocità" appare ad oggi foriera di incertezze, specialmente laddove si considerino le concrete dinamiche caratterizzanti i fenomeni di *greenwashing* e le complicatezze insite nella valutazione dei prodotti asseritamente sostenibili da parte di investitori non sofisticati³⁰. In assenza di parametri chiari, funzionali ad una standardizzazione della *disclosure* i quali permettano agli investitori di comprendere con chiarezza il contenuto dell'informativa offerta e di confrontare i diversi prodotti sulla base delle loro (vere o presunte) caratteristiche in termini di sostenibilità, emerge difatti il rischio che gli intermediari sfruttino i margini di discrezionalità lasciati dalla normativa di Livello 1 per attrarre opportunisticamente gli investitori nei confronti di prodotti fittiziamente sostenibili e manipolarne i processi di scelta.

Già da prima della loro pubblicazione, gli sforzi manifestati dagli organi dell'Unione nel rimarcare la necessità di introduzione dei RTS, nonché la frequente pubblicazione delle relative bozze, apparivano in

³⁰ V. e.g. M. CECCARELLI, S. RAMELLI, A.F. WAGNER, *Low-carbon Mutual Funds*, in *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper*, 2020, 659; S.M. HARTZMARK, A.B. SUSSMAN, *Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows*, *Journal of Finance*, 2019, 74(6) 2789-2837.

qualche misura sintomatici del riconoscimento di tale rischio, altresì evidenziato nei *considerando* della SFDR³¹: una stringente armonizzazione era infatti già stata identificata *ab initio* quale elemento essenziale al fine di prevenire i casi di confusione e manipolazione dei processi di scelta degli investitori, i quali potrebbero derivare dal ricorso a standard e modelli informativi eterogenei pur in presenza di un novero di principi ispiratori comuni.

Se tuttavia, ad un primo sguardo, poteva ritenersi che le principali problematiche relative alla definizione di un quadro efficace in materia di prevenzione del *greenwashing* fossero da ricondursi alla discrasia da normativa di primo e di secondo livello, la recente pubblicazione dei *Regulatory Technical Standard* – e l'indagine circa il loro contenuto – solleva nuovi interrogativi ed induce a ritenere che le difficoltà possano essere, invero, di ordine più vasto: come si avrà modo di osservare, infatti, alcune delle criticità evidenziate nella normativa di Livello 1 sembrano destinate a permanere anche a seguito dell'emanazione degli atti delegati, gettando di conseguenza un'ombra sull'attitudine generale della normativa a raggiungere il proprio scopo.

5. *Le criticità del modello*

Analizzando il quadro delineato dai due Regolamenti di Livello 1 e dalle relative normative secondarie è possibile osservare che se da un lato certamente l'introduzione di una disciplina *ad hoc* per le comunicazioni in materia di sostenibilità relative a prodotti finanziari rappresenta un passo in avanti rispetto alla condizione previgente, ciò non necessariamente determini il raggiungimento di un risultato pienamente soddisfacente.

Con riferimento a questo aspetto se, come si è detto, alcune criticità possono ricondursi all'esistenza di un *gap* temporale tra l'entrata in vigore dei due Regolamenti e la relativa disciplina secondaria – e saranno dunque ragionevolmente superate a seguito dell'entrata in vigore dei RTS, a inizio 2023 – altri aspetti sembrano invece destinati a permanere irrisolti in quanto non sufficientemente ovvero non pienamente affrontati dalla disciplina di Livello 2. Ciò potrebbe, in ultima istanza, minare la capacità della complessiva architettura

³¹ V. Considerando 9.

disegnata dal legislatore europeo di contrastare le comunicazioni caratterizzate da *greenwashing*.

Per quanto riguarda la prima tipologia di problematicità – definibili, in prima approssimazione “rischi transitori” – in uno scritto redatto prima della pubblicazione dei *Regulatory Technical Standard*³², si aveva già avuto modo di osservare come la scelta da parte della Commissione di promuovere l’applicazione della SFDR in assenza dei RTS (pur giustificata dall’interesse a promuovere una rapida convergenza da parte degli operatori di settore verso una maggiore sostenibilità nello sviluppo dei prodotti finanziari e dall’esigenza di equipaggiare le autorità di settore con un primo strumentario utile alla repressione del *greenwashing*) creasse significative incertezze in merito a come, in concreto, tale processo si sarebbe effettivamente svolto. In particolare, stante la necessità di identificare le caratteristiche di alcune nozioni centrali presenti nella SFDR (in particolare quelle di prodotti *dark* e *light green*, la definizione di prodotto sostenibile ovvero ancora quella di “pregiudizio significativo”)³³ attraverso il ricorso alla disciplina secondaria, l’assenza di indicazioni precise in merito a come operare la classificazione del prodotto e alle modalità attraverso le quali tale operazione dovesse essere comunicata all’investitore potesse tradursi in una sostanziale discrezionalità a vantaggio degli operatori interessati a promuovere prodotti fittiziamente sostenibili fornendo indicazioni non chiare, parziali e non necessarie, disperdendo strategicamente le informazioni rilevanti all’interno dei tre formati di *disclosure* (ossia l’informativa da fornirsi al momento dell’investimento, quella presente sul sito web dell’operatore, e quella periodica) previsti dalla normativa ovvero ancora sfruttando la possibilità di ricorrere a diversi indici di sostenibilità e a *dataset* non consolidati al fine di qualificare come sostenibile prodotti privi di tali

³² Si consenta, in merito a questo aspetto, un riferimento alla riflessione operata in A. DAVOLA, *The promise and perils of sustainable disclosure for retail investors. Does the sustainable financial disclosure framework tackle or rather promote greenwashing?*, in corso di pubblicazione in *Eusfil Research Working Paper Series*, 2022, 1.

³³ Artt. 8, 9, 10 e 11 SFDR. V. in merito T. ECKETT, *SFDR opens door to greenwashing*, 2021, consultabile al sito www.etfstream.com; v. altresì M. SIRI E S. ZHU, *Will the Eu Commission Successfully Integrate Sustainability Risks and Factors in the Investor Protection Regime? A Research Agenda*, in *Sustainability*, 2019, 11, 6292.

caratteristiche. Ciò sia con riferimento alla sostenibilità ambientale sia (specialmente) a quella sociale³⁴.

Ci si potrebbe trovare, dunque, di fronte ad un quadro nel quale l'investitore – specialmente quello *retail* –, pur astrattamente legittimato ad ottenere un'informativa esaustiva in merito alle caratteristiche dei prodotti di interesse in termini di sostenibilità, rischi di essere in concreto incapace di discernere le metodologie accolte dalla controparte per operare tale valutazione e, di conseguenza, di scegliere consapevolmente quali prodotti privilegiare.

Se, da un lato, è giusto evidenziare come questi rischi fossero astrattamente presenti anche nella condizione, previgente, di assenza *tout court* di una disciplina in materia, appare tuttavia interessante osservare come l'esistenza di una normativa di principio, ove non efficacemente predisposta, possa invero rivelarsi in un certo modo controproducente, favorendo una sorta di “percezione di legittimità” da parte dell'investitore nei confronti dei prodotti presentati in conformità alla SFDR – pur in assenza di stringenti standard per operare tale *assessment* e per distinguere le diverse tipologie di prodotti sostenibili – favorendo di conseguenza il rischio di scelte non pienamente consapevoli³⁵ e incentivando le imprese a fornire indicazioni imprecise suscettibili di integrare fenomeni di *greenwashing*.

Con riferimento, invece, alla seconda tipologia di criticità, si fa riferimento ad elementi che appaiono, si potrebbe dire, strutturalmente connaturati al modello nella sua attuale configurazione e che, dunque, rischiano di permanere anche in seguito all'implementazione della normativa secondaria nei modi in cui questa al momento appare predisposta. In merito giova evidenziare, innanzitutto, come la già menzionata scelta di organizzare l'informativa attraverso un approccio multi-canale appaia incerta nella sua efficacia: se, infatti, sicuramente tale approccio è finalizzato a ridurre l'*overload* informativo potenzialmente derivante dalla fornitura di un'informativa unitaria (e,

³⁴ T. BUSCH, *Sustainable development and financial markets*, in *Bus. Soc.*, 2016, 55, 303-329; D. SCHOENMAKER E W. SCHRAMADE, *Investing for Long-Term Value Creation*, in *Erasmus Platform for Sustainable Creation Working Paper*, 2018, 1.

³⁵ Confortano queste riflessioni altresì le considerazioni formulate dalle ESA in occasione dei primi report sui RTS: v. JOINT COMMITTEE OF THE EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES, *Final Report on draft Regulatory Technical Standards*, JC 2021 03.

dunque, necessariamente cospicua per mole e densità), il sistema che attualmente si delinea rischia di ingenerare problematiche dall'altrettanto rilevante prospettiva della dispersione informativa³⁶ e dei costi transattivi connessi alla ricerca dell'informazione³⁷.

Non solo: la scelta di promuovere un modello *comply or explain* attraverso i due regolamenti comporta, come noto, la necessità di fornire specifici chiarimenti ogniqualvolta i profili connessi alla sostenibilità di un prodotto siano ritenuti non rilevanti o non siano tenuti in considerazione dall'emittente o l'intermediario³⁸.

Se tale opzione regolatoria rappresenta ragionevolmente l'esito di una più ampia strategia di *nudging* – invero riscontrabile in più aspetti dell'architettura disegnata dal legislatore europeo in materia di sostenibilità³⁹ – per spingere gli operatori di mercato a sviluppare e adottare prodotti sostenibili, ciò comporta al contempo il rischio che l'obbligo di spiegare se e perché un prodotto non sostenibile viene promosso spinga le imprese a qualificare come sostenibili prodotti che invece non lo sono (specialmente in assenza di un quadro regolamentare di dettaglio che individui *standard* univoci per operare tale valutazione) al fine di scongiurare le significative conseguenze reputazionali che il presentarsi come “imprese non sostenibili” potrebbe avere⁴⁰.

Da ultimo, è d'uopo rilevare come, nel quadro attualmente tracciato dalla disciplina di Livello 1 e 2, i diversi fattori in materia di sostenibilità appaiano sostanzialmente sperequati nella loro trattazione: se, infatti, gli indici di valutazione della sostenibilità ambientale

³⁶ V. M. CICIRKO, M. KAWINSKI E J. PETELCZYC, *Consumer testing of pre-contractual and periodic ESG financial product information by the Warsaw School of Economics*, 2020, in www.eba.europa.eu; W. ZIJLSTRA, G. PUYLAERT e Z DU CHATEL, *Consumer testing testing of pre-contractual and periodic ESG financial product information by AFM*, 2020, *ibidem*.

³⁷ Si veda in questo senso V.H. HO, *Disclosure Overload? Lessons for risk disclosure & ESG reporting reform from the regulation S-K- concept release*, 2020, in *Villanova Law Review*, 65-133.

³⁸ V. Artt. 6 e 7 della SFDR.

³⁹ M. SIRI E S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca imp. soc.*, Bologna, fasc. 1/2020, 18.

⁴⁰ Cfr. in tema R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2021; nonché G. ALPA, *Responsabilità degli amministratori di società e principio di «sostenibilità»*, in *Contr. Impr.*, 2021, 3, 721 ss.

sembrano, pur lentamente, convergere verso modelli standardizzati (consentendo in tal modo una comparazione tra i diversi parametri considerati) lo stesso non sembra potersi dire in merito ai criteri di analisi per la sostenibilità sociale ovvero la *governance* (i c.d. fattori “S” e “G”), laddove si riscontra una significativa eterogeneità qualitativa e quantitativa⁴¹ la quale rischia financo di condurre a differenti valutazioni per un medesimo prodotto⁴².

6. *L'impatto della disciplina di Livello 2, e il ruolo dei Regulatory Technical Standard nel risolvere le criticità presentate dalla normativa*

A fronte di tali aspetti appare opportuno chiedersi, a questo punto, se l'introduzione dei *Regulatory Technical Standard* (come si è detto pubblicati nell'aprile 2022 e destinati ad entrare in vigore nel 2023) sia suscettibile di ridurre e financo rimediare ai “punti deboli” contingenti o strutturali che la normativa delineata dal Regolamento Tassonomia e (soprattutto) dalla SFDR presenta.

Tra le loro principali novità, gli RTS pubblicati dalla Commissione includono alcune regole per la *disclosure* dei prodotti *light* e *dark green* (disciplinati, dunque, dagli Artt. 8 e 9 della SFDR) sui siti web degli operatori di mercato, delle indicazioni in merito al calcolo dei fattori di rischio di sostenibilità (*Principal Adverse Impacts*)⁴³ e, soprattutto, una serie di *layout* disciplinanti il contenuto dell'informativa da trasmettere all'investitore nella fase di promozione del prodotto e nell'ambito della comunicazione periodica⁴⁴.

Sebbene esuli dagli scopi del presente lavoro condurre una disamina integrale del contenuto della normativa di Livello 2, è tuttavia necessario osservare – in ottica prettamente funzionale – come difficilmente le innovazioni introdotte dai RTS si presentino idonee a

⁴¹ V. F. BERG, J.F. KOELBEL E R. RIGOBO, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, in *MIT Sloan School Working Paper*, 2019, 5822-19; J. BRANDON, *Will ESG Standards and Ratings Heterogeneity Kill the Sustainable Finance Market?*, 2018, consultabile al sito in www.bondsloans.com.

⁴² A. LUSARDI E O. MITCHELL, *The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence*, in *Journal of Economic Literature*, 2014, 52, 1, 5-44.

⁴³ Cfr. Allegato I ai RTS.

⁴⁴ Rispettivamente contenute negli Allegati II e III per quanto riguarda la *disclosure* in fase di acquisto del prodotto, e negli Allegati IV e V per quanto riguarda l'informazione periodica.

superare le già rilevate criticità che caratterizzavano la disciplina alla luce dei due regolamenti, in particolar modo considerandone le implicazioni per i fenomeni di *greenwashing*.

Se, infatti, si era già avuto modo di evidenziare come una delle maggiori problematiche per gli investitori derivasse dalla difficoltà di comprendere a quali condizioni, un prodotto dovesse ritenersi promuovibile come *light* o *dark green*, e soprattutto di intuire le implicazioni di tale qualificazione⁴⁵, è particolarmente significativo osservare come i RTS non offrano le necessarie delucidazioni integrative (come viceversa auspicato all'indomani dell'entrata in vigore della SFDR, e in parte riconosciuto dalle stesse ESAs)⁴⁶ in merito agli Artt. 8 e 9 della *Sustainable Financial Disclosure Regulation*; allo stesso modo, gli RTS evitano di individuare soglie univoche per la qualificazione di un prodotto come *dark green*, e non chiariscono il significato della locuzione “contribuire al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità” di cui all'Art. 8.

Non solo: sebbene grande attenzione sia dedicata all'interno degli RTS alla definizione dei modelli di informativa, gli attuali *template* presentati dalla Commissione non sembrano sufficienti a superare le già evidenziate criticità in termini di *information overload* e comprensibilità da parte degli investitori finali.

In particolare, significative in questo senso sono le parti del modello dedicate al *design* degli indici per la valutazione della sostenibilità: analizzandole, è possibile osservare come esse richiedano (*inter alia*) di indicare all'investitore come il *benchmark* accolto per la valutazione possa risultare continuativamente allineato nel tempo con le caratteristiche in termini di sostenibilità presenti nel prodotto, come questo si differenzi – in caso di ricorso ad un indice proprietario – dai principali indici di mercato, e dove sia possibile consultare le metodologie utilizzate per la formulazione dello stesso⁴⁷.

Si tratta, a ben vedere, di una serie di informazioni che appaiono relativamente poco significative nell'ottica di un investitore non

⁴⁵ Cfr. T. ANDREW, *SFDR updates add to 'confusion and complexity' on Article 8 and 9*, 13 dicembre 2021, consultabile al sito <https://www.etfstream.com/>.

⁴⁶ Cfr. B. MACKONICK, *EU SFDR: more changes to come to the RTS as the ESAs prepare further amendments*, 2022, consultabile al sito <https://sustainablefutures.linklaters.com/>.

⁴⁷ V. Commission Delegated Regulation of 6 April 2022, Allegato 1, 2.

sofisticato, nonché particolarmente complesse per costui da utilizzare ai fini di una valutazione di opportunità in merito all’investimento, specialmente qualora quest’ultimo non sia in possesso di un adeguato livello di educazione finanziaria⁴⁸. Laddove, infatti, è certamente essenziale fornire all’investitore un’informazione di tipo generale in merito alle *performance* attese in materia di sostenibilità sociale e ambientale di un prodotto, nonché sui principali effetti avversi che questo è in grado di determinare, i dati relativi all’elaborazione degli indici utilizzati a tal scopo sembrano essere viceversa più significativi nell’ottica della supervisione. Includerli nell’informativa rischia, di conseguenza, esclusivamente di aumentare la confusione e il sovraccarico informativo per l’investitore *retail*, favorendo in ultima istanza fenomeni di *greenwashing*.

Se, dunque, alcuni aspetti dell’informativa risultano ad una prima analisi eccessivamente specifici, di contro il modello relativo alla qualificazione dei prodotti finanziari come *dark* ovvero *light green* sembrano peccare di un’eccessiva semplificazione. In particolare, è agevole osservare come – nel tentativo di offrire un’informativa quanto più “netta” possibile – l’intermediario, in caso di offerta di prodotti che promuovono profili connessi alla sostenibilità, ma che tuttavia non hanno tale aspetto quale proprio scopo primario, debba informare immediatamente la controparte circa la circostanza per cui “il prodotto finanziario considerato non ha ad oggetto un investimento sostenibile”⁴⁹.

Sebbene, nelle successive parti dell’informativa, questo *claim* venga opportunamente specificato in modo da chiarire all’investitore che anche un prodotto *light green* presenta degli aspetti di sostenibilità, (pur non perseguendoli in via diretta attraverso l’investimento) è verosimile ritenere che la significativa *saliency* attribuita ad una caratterizzazione “in negativo” del prodotto possa risultare alla prova empirica controproducente, spingendo l’investitore non sofisticato (e, dunque, non edotto adeguatamente della differenza tra prodotti sostenibili *ex*

⁴⁸ A. LUSARDI, O. MITCHELL, *op. cit.*, 30. Per un’accorta ricostruzione del rapporto tra alfabetizzazione finanziaria e finanza sostenibile v. M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021, fasc.5-6, 1253.

⁴⁹ Orig. “*this financial product does not have a sustainable investment objective*”, v. Commission Delegated Regulation of 6 April 2022, Allegato 2, 1.

Art. 8 ovvero 9) a confondere un prodotto *light green* con un prodotto non sostenibile *in toto*. Ciò potrebbe, di conseguenza, allontanarlo dall'investimento o, nel caso peggiore, portandolo ad equiparare il prodotto offerto ad uno avente effetti negativi in termini di *performance* ambientale e sociale (ed eventualmente persino ad investire in quest'ultimo, ove più favorevole in termini di rendimento atteso). Ancora una volta, tali margini di incertezza potrebbero di conseguenza favorire le compagnie dedite ad attività di *greenwashing*, rendendo più complesso per gli investitori identificare i prodotti sostenibili a svantaggio di agenti di mercato che, in ossequio ai vincoli imposti dalla normativa, volessero qualificare i propri prodotti come *light green*.

7. Considerazioni conclusive

L'indagine in merito alle caratteristiche dei regolamenti deputati a favorire la transizione dei mercati finanziari verso un paradigma improntato alla sostenibilità economica e sociale nella gestione dei processi di investimento sembra restituire, in ultima analisi, un quadro incerto e di complessa decifrabilità, specialmente considerandone l'idoneità a reprimere le attività di *greenwashing* da parte degli operatori di mercato.

Se, infatti, l'introduzione di una normativa di principio in materia di identificazione dei prodotti finanziari sostenibili, nonché di una serie di indicazioni armonizzate in merito a come le relative informazioni debbano essere trasmesse alla clientela, appare sicuramente costituire un passo in avanti verso una progressiva armonizzazione del sistema, alcune criticità rimangono tuttavia ancora presenti e necessitanti adeguata trattazione.

Come si è avuto modo di notare, *in primis*, l'assenza di chiare definizioni in merito ad alcune delle nozioni "chiave" presenti all'interno della SFDR rappresenta un *vulnus* significativo nell'attuale sistema: è noto come la presenza di locuzioni aperte, suscettibili di integrazione e interpretazione da parte degli operatori di settore, costituisca potenzialmente un'opportunità per quelle aziende che siano interessate a presentare fittiziamente i propri prodotti come sostenibili. E se, in origine, tale generalità si poteva in parte giustificare nel quadro della normativa di Livello 1 – posto che quest'ultima appariva per sua stessa natura volta a fornire delle indicazioni generali per gli operatori

di mercato, nonché una prima base normativa utile all’operatività delle autorità di vigilanza – è tuttavia difficile comprendere perché la normativa di Livello 2, deputata alla “messa a terra” di tali nozioni, non fornisca delucidazioni e chiarimenti in merito.

Considerando dunque che da una parte il quadro normativo sembra peccare di eccessiva genericità con riferimento ad alcuni dei suoi concetti cardine, viceversa in merito ad altri aspetti presi in considerazione dalla normativa di Livello 1 gli RTS promuovono un elevato (e forse eccessivo) grado di dettaglio, il quale tuttavia riguarda aspetti di limitato interesse per l’investitore *retail* e che, anzi, potrebbe aumentare la complessità percepita dell’informazione complessiva, ciò ancora una volta a vantaggio degli operatori che adottino strategie di *greenwashing*.

Di conseguenza, ed in considerazione del fatto che gli RTS – pur essendo presentati ormai in una versione semi-definitiva destinata ad entrare in vigore ad inizio 2023 – costituiscono una fonte intrinsecamente pensata come flessibile, appare auspicabile promuovere una riconsiderazione di tali aspetti della disciplina di dettaglio la quale, pur muovendo nel solco della normativa di principio, possa ridurre le criticità e colmarne i margini di incertezza che l’attuale formulazione presenta, in favore dello sviluppo di un modello di informazione concretamente funzionale alla consapevolezza dell’investitore. Si tratta, invero, di un passo necessario al fine di scongiurare i rischi sistemici derivanti dai fenomeni di *greenwashing* nella promozione dei prodotti finanziari, e per consentire un’effettiva transizione sostenibile del sistema economico.