

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

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

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

LUGLIO / SETTEMBRE

2024

[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, PAOLA DASSISTI, ALBERTO  
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI  
(SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA  
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, MASSIMO  
MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO,  
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,  
GIULIA TERRANOVA, VERONICA ZERBA

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

**SEDE DELLA REDAZIONE**

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



## **Sostenibilità e servizi di investimento tra selezione avversa, vaghezza normativa e regolazioni settoriali.**

**SOMMARIO:** 1. La sostenibilità come regola conformativa dei processi organizzativi – 2. *Product governance* e scarsità di informazioni sulla sostenibilità – 3. La discrezionalità degli intermediari nella valutazione dell'adeguatezza. – 4. La necessità di diversificazione degli investimenti. – 5. Prospettive di riforma.

### *1. La sostenibilità come regola conformativa dei processi organizzativi.*

Il sistema finanziario svolge un ruolo chiave nel processo di transizione verde – ma più in generale nel processo di transizione sostenibile e, quindi, E-S-G – del sistema economico europeo, come sottolineato già dalla Comunicazione del 2019 della Commissione europea sul Green Deal europeo<sup>1</sup>, dato che, secondo stime della stessa Commissione, il conseguimento degli obiettivi 2020 in materia di clima e energia richiede investimenti supplementari di circa 260 miliardi di euro l'anno<sup>2</sup>.

In questo contesto il sistema finanziario è stato dunque individuato quale cinghia di trasmissione della nuova politica economica europea: non si tratta peraltro di una novità, essendo sufficiente rammentare il ruolo svolto dalle banche nel corso della recente pandemia, chiamate a mitigare lo *shock* simmetrico di domanda e offerta di beni e servizi

---

<sup>1</sup> COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI, Il Green Deal europeo, Bruxelles, 11.12.2019 COM(2019) 640 final, 17 SS. v. anche COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO EUROPEO, AL CONSIGLIO, ALLA BANCA CENTRALE EUROPEA, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI. Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, Bruxelles, 8.3.2018 COM(2018) 97 final, 1 ss.

<sup>2</sup> COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI. Uniti nel realizzare l'Unione dell'energia e l'azione per il clima: gettare le fondamenta della transizione all'energia pulita, Bruxelles, 18.6.2019, COM(2019) 285 final.

erogando finanziamenti, pur garantiti da soggetti pubblici, alle imprese danneggiate dai vari *lockdown*<sup>3</sup>.

Del resto, alla luce del nuovo patto di stabilità approvato dal Parlamento europeo ad aprile 2024, gli Stati membri dovranno contenere la spesa pubblica e i disavanzi eccessivi, pena l'apertura di procedure di infrazione<sup>4</sup>.

Ne consegue, come è stato giustamente osservato, che se per le banche la sostenibilità è una linea guida ineludibile, per altro verso la sostenibilità senza il contributo del sistema bancario non può certamente concretizzarsi<sup>5</sup>.

A tal fine, il legislatore europeo ha introdotto una serie di disposizioni che obbligano gli intermediari a tenere conto, nella prestazione dei servizi di investimento e nei propri processi organizzativi, dei fattori di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità del mercato.

---

<sup>3</sup> M. MAGGIOLINO, *Appunti sul ruolo delle banche ai tempi del covid-19*, in *Riv. soc.*, 2020, 527 ss.; sul tema v. anche G. AMATO, D. CAMPO, *Le misure a sostegno delle imprese nel Decreto Cura Italia e nel Decreto Liquidità*, maggio 2020, 10, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); T. RUMI, *Merito creditizio e formalismo contrattuale nella disciplina del Decreto Liquidità*, in *Contratti*, 2020, 463 ss.; F. CIRAIOLO, *Finanziamenti di piccolo importo assistiti da garanzia pubblica (art. 13, comma 1, lett. m), decreto Liquidità, diniego di credito e responsabilità della banca*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, 320 ss.; A. A. DOLMETTA, *Prospettive e problemi del credito pandemico coperto da garanzia statale*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, 253 ss.; R. NATOLI, G. MATTARELLA, *Il principio dell'insindacabilità della valutazione del merito creditizio alla prova dei miniprestiti emergenziali integralmente coperti dalla garanzia pubblica (art. 13, comma 1, lett. m, d.l. 23/2020)*, in *Giur. comm.*, 2022, 640 ss.

<sup>4</sup> V. il comunicato stampa su <https://www.europarl.europa.eu/news/it/press-room/20240419IPR20583/patto-di-stabilita-i-deputati-approvano-le-nuove-regole-di-bilancio> e, al seguente link il testo adottato: [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0439-AM-003-003\\_IT.pdf](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0439-AM-003-003_IT.pdf)

<sup>5</sup> F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2022, 317; M. SEPE, *sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a mauro giusti*, a cura di M. Passalacqua, Milano, 2021, 80.

Ci si riferisce cioè alle recenti modifiche alla direttiva delegata UE 2017/593<sup>6</sup>, attuate dalla direttiva delegata UE 2021/1269<sup>7</sup>, e a quelle al regolamento delegato UE 2017/565<sup>8</sup>, attuate invece dal regolamento UE 2021/1253<sup>9</sup>.

A ben vedere, si tratta di disposizioni altamente conformative dell'attività d'impresa e dell'autonomia privata. Comportando anche dei limiti all'iniziativa economia privata ai sensi dell'art. 41, comma 2, Cost., qualora la causa concreta del contratto sia in contrasto con l'interesse generale all'ambiente, esso potrà ritenersi invalido, per illiceità della causa e contrasto all'ordine pubblico o, in virtù della la clausola generale dell'ingiustizia del danno, si potranno esperire azioni risarcitorie nei confronti di imprese che producano danni diffusi<sup>10</sup>.

La sostenibilità, inoltre, si traduce in vero e proprio canone di comportamento delle imprese, inteso quale obiettivo da tenere in considerazione nei propri processi organizzativi, integrativo anche delle clausole generali come la sana e prudente gestione delle banche, di cui all'art. 5 t.u.b<sup>11</sup>.

---

<sup>6</sup> DIRETTIVA DELEGATA (UE) 2017/593 DELLA COMMISSIONE del 7 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di governance dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari.

<sup>7</sup> DIRETTIVA DELEGATA (UE) 2021/1269 DELLA COMMISSIONE del 21 aprile 2021 che modifica la direttiva delegata (UE) 2017/593 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di governance dei prodotti

<sup>8</sup> REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/565 DELLA COMMISSIONE del 25 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva

<sup>9</sup> REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2021/1253 DELLA COMMISSIONE del 21 aprile 2021 che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento.

<sup>10</sup> R. NATOLI, *Impresa e responsabilità nel prisma del Green New Deal Europeo*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, a cura di M. Passalacqua, Milano, 2021, 8.

<sup>11</sup> V. SEPE, op. cit., 74 ss.; v. R. LENER, P. LUCANTONI, *Sostenibilità esg e attività bancaria*, in *banca borsa tit. cred.*, 2023, 6 ss.; v. A. CARRISI, *La finanza sostenibile e la ricerca di nuovi parametri di adeguatezza*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 1 ss.

Basti pensare che, secondo gli orientamenti dell'autorità bancaria europea in materia di concessione e al monitoraggio dei prestiti, le banche devono incorporare i fattori ESG e i rischi ad essi associati nella loro propensione al rischio di credito, nelle politiche di gestione dei rischi e nelle politiche e procedure relative al rischio di credito, e dovrebbero altresì tenere conto dei rischi associati ai fattori ESG per le condizioni finanziarie dei mutuatari<sup>12</sup>.

La considerazione dei fattori ESG, lungi dal ridursi in un limite all'esercizio dell'attività bancaria e di quella finanziaria, è dunque funzionale alla stessa sana e prudente gestione di cui all'art. 5 t.u.b.: il cambiamento climatico può infatti peggiorare le *performance* finanziarie dei clienti, qualora si materializzino i c.d. rischi fisici – come quelli che derivano dagli effetti tangibili del cambiamento climatico, compresi i rischi di responsabilità civile per aver contribuito al cambiamento climatico –, i rischi di transizione – ad esempio quelli che derivano dalla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e resistente ai cambiamenti climatici – e altri rischi, come quello di mercato – dovuto ai cambiamenti delle preferenze del mercato e dei consumatori – e quello legale, che potrebbero influire sull'andamento degli *assets* sottostanti<sup>13</sup>.

È dunque in questo più ampio contesto che vanno letti il regolamento UE 2021/1253 e la direttiva delegata UE 2021/1269, introduttivi, rispettivamente, dell'obbligo di considerare i fattori di sostenibilità, i rischi di sostenibilità e le preferenze di sostenibilità nello svolgimento della valutazione di adeguatezza<sup>14</sup>, richiesta per la prestazione dei servizi di investimento di consulenza e di gestione di portafoglio, e

---

<sup>12</sup> AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, ABE/GL/2020/06, 29/05/2020, 17.

<sup>13</sup> AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, op. cit., 17; P. BOLTON, M. DESPRES, L. A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, R. SVARTZMAN, *The green swan. Central banking and financial stability in the age of climate change*, 2020, 17 ss.; in dottrina E. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 59 SS., anche con riferimento all'utilizzo dei covenant come strumento di monitoraggio e contenimento dei rischi ESG nell'erogazione di credito.

<sup>14</sup> Sulla valutazione di adeguatezza v. D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017, 1 ss.

dell'obbligo di integrare i fattori di sostenibilità nei processi di *product governance*<sup>15</sup>.

Tuttavia tali riforme si presentano problematiche dal punto di vista della *compliance* e dell'effettiva capacità di tutelare i clienti avverso pratiche di *greenwashing*<sup>16</sup>.

## 2. *Product governance e scarsità di informazioni sulla sostenibilità.*

Ai sensi del novellato art. 9, par. 9, dir. del. UE 2017/593, le imprese di investimento devono individuare in maniera sufficientemente granulare il mercato di riferimento potenziale degli strumenti finanziari, tenendo conto anche degli obiettivi di sostenibilità dei clienti; al contempo, traducendo in disposizioni vincolanti l'obiettivo di *policy* contenuto nel considerando 8 della dir. UE 2021/1269, le imprese non dovranno individuare un *target market* negativo per gli strumenti finanziari "sostenibili".

Un'interpretazione letterale delle due disposizioni si tradurrebbe in un'evidente antinomia, che renderebbe impossibile la *compliance* alle imprese di investimento: invero, dando per presupposta la compatibilità tra strumenti ed esigenze, caratteristiche ed obiettivi finanziari dei clienti, l'individuazione "granulare" del mercato di riferimento secondo gli obiettivi di sostenibilità dei clienti non sembra conciliabile con l'assenza di un *target market* negativo, equivalente cioè alla possibilità di distribuire qualsiasi strumento finanziario sostenibile a qualsiasi cliente.

I clienti, infatti, possono avere diversi obiettivi di sostenibilità e conseguentemente mirare ad acquistare prodotti con un grado di sostenibilità maggiore o minore, in conformità agli artt. 3 ss. del reg. UE 2020/852 (c.d. tassonomia), che, non a caso, distinguono diversi tipi di prodotti finanziari sostenibili: questi ultimi possono possedere

---

<sup>15</sup> Sulla *product governance* v. G. LA ROCCA, *Introduzione alla product governance. Premesse sistematiche; obblighi e responsabilità dei «produttori»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 566 ss.; A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 1 ss.; V. COLAERT, *Product governance: paternalism outsourced to financial institutions?* in *European Business Law Review*, 2020, 977 ss.

<sup>16</sup> F. E. MEZZANOTTE, *EU Sustainable Finance: Complex Rules and Compliance Problems*, in *review of banking and financial law*, vol. 42, 2, 2023, 845 ss.

caratteristiche connesse alla sostenibilità ambientale o sociale ma non promuovere direttamente un investimento sostenibile (prodotti *light green*), potrebbero, invece, avere come proprio obiettivo primario la promozione di un investimento sostenibile (prodotti *dark green*) o, infine, produrre effetti pregiudizievoli sulla sostenibilità (*prodotti brown*)<sup>17</sup>.

In base ad una possibile interpretazione si può ritenere che il legislatore europeo voglia affermare l'astratta compatibilità tra gli strumenti finanziari sostenibili e tutti i clienti privi di obiettivi di investimento specifici legati alla sostenibilità, fermo restando l'obbligo di identificare in maniera granulare il *target market* in casi di clienti con obiettivi specifici di investimento sostenibile.

In tal senso depone peraltro un'interpretazione "sistematica" – *rectius*, complessiva – della direttiva MiFID II e, soprattutto, del regolamento delegato 2017/565, il cui novellato art. 54, par. 10, da un lato vieta all'impresa di investimento di raccomandare o negoziare strumenti finanziari come rispondenti alle preferenze di sostenibilità di un cliente o potenziale cliente se essi non soddisfano tali preferenze, dall'altro consente all'impresa di raccomandare o negoziare ugualmente tali strumenti finanziari se il cliente decide di adattare le proprie preferenze di sostenibilità, conservando traccia della decisione del cliente.

Dato il nesso di funzionalità che lega la *product governance* e la valutazione di adeguatezza, può ritenersi che in sede di individuazione del *target market* il produttore goda di maggiore discrezionalità se i clienti di riferimento non hanno preferenze di sostenibilità, come già prospettato dalla dottrina per la valutazione di adeguatezza<sup>18</sup>.

L'interpretazione qui proposta trova un fondamento testuale anche nel considerando n. 7, dir. del. UE 2021/1269, il quale esplicita come

---

<sup>17</sup> Sulla tassonomia dei prodotti finanziari sostenibili v. A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, 513 ss.; M. COSSU, *Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario*, in *Banca impr. soc.*, 2022, 433 ss.; D. A. ZETZSCHE, L. ANKER-SØRENSEN, *Regulating sustainable finance in the dark*, in *European business organization law review*, 2022, 50 ss.

<sup>18</sup> Ci si riferisce al recente saggio di M. ARRIGONI, *Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 261 ss., spec. 270 ss.

l'assenza dell'obbligo di individuare un *target market* negativo sia strumentale «a garantire che gli strumenti finanziari con fattori di sostenibilità restino facilmente disponibili anche per i clienti che non hanno preferenze di sostenibilità», e, ancora, nell'art. 1, della direttiva da ultimo citata, il quale, modificando l'art. 9, par. 1, del reg. UE 2017/593, introduce un principio di coerenza tra il *target market* e i fattori di sostenibilità degli strumenti finanziari.

Ne consegue che, allo stato attuale, gli intermediari godono di eccessiva discrezionalità nella definizione del *target market*, sia per l'assenza di dati sulle preferenze ESG dei clienti anche con riferimento ai singoli fattori (E, S, G)<sup>19</sup>, sia per la mancata finalizzazione del processo di attuazione della tassonomia UE sui prodotti sostenibili – non essendo ancora stata adottata una tassonomia sociale europea<sup>20</sup>, né recepita una classificazione dei GSS (green, sustainable e social bonds)<sup>21</sup> –, che potrebbe anche portare all'offerta di un'ampia gamma di prodotti molto diversi pur di includere strumenti finanziari ESG nella propria offerta<sup>22</sup>.

Ciò deriva dal fatto che, da un lato, l'art. 1, dir. del. UE 2021/1269, ha inserito nell'art. 9, par. 11, dir. del. UE 2017/593 l'obbligo delle imprese di investimento di valutare se i fattori di sostenibilità dello strumento finanziario siano coerenti col mercato di riferimento; dall'altro lato, tali fattori di sostenibilità sono definiti dal novellato art. 1, par. 5, dir. del. UE 2017/593 rinviando all'art. 2, n. 24 del reg. UE 2019/2088, che include all'interno di tali fattori anche le problematiche sociali, prive come detto di una tassonomia.

Come evidenziato dagli orientamenti dell'ESMA, inoltre, nell'identificazione del mercato di riferimento dello strumento finanziario e degli obiettivi di sostenibilità con i quali è compatibile, le imprese specificano la quota minima del prodotto investita in investimenti sostenibili, come definiti dall'art. 2, punto 1, reg. UE

---

<sup>19</sup> M. COSSU, op. cit., 459; M. SIRI, S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca imp. soc.*, 2020, 36-37.

<sup>20</sup> V. *Final Report on Social Taxonomy. Platform on Sustainable Finance*, February 2022, 6 ss.

<sup>21</sup> M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021, 1276 ss.

<sup>22</sup> M. SIRI, S. ZHU, op. cit., 36-37.

2019/2088, e la quota minima del prodotto investita in investimenti ecosostenibili, definiti invece dal reg. UE 2020/852<sup>23</sup>.

Poiché le due definizioni si sovrappongono nel regolare gli investimenti che sono sostenibili dal punto di vista ambientale, ma divergono sui presupposti per classificare tali investimenti<sup>24</sup>, non è concretamente chiaro quale sia la nozione di investimento sostenibile sotto il profilo *environmental* che deve guidare le imprese nei processi di *product governance*.

Non a caso, l'incertezza dei criteri alla stregua dei quali individuare il *target market*, dovuta anche alla mancanza di una definizione uniforme di strumenti finanziari ESG, sta inducendo molti *manufacturer* ad astenersi dal dichiarare il loro prodotto finanziario sostenibile per proteggersi da potenziali rischi di responsabilità civile<sup>25</sup>.

L'aumento del rischio legale, peraltro, è maggiore per l'intermediario distributore, che nell'implementazione della *product governance* si basa proprio sulle informazioni fornite dal produttore; tale incertezza normativa, però, espone anche i clienti al pericolo di *greenwashing* e *mis-selling* nella stipula dei contratti a valle della catena distributiva.

Si consideri poi che le imprese piccole e quelle non quotate sono escluse dal Regolamento Tassonomia e dall'obbligo di fornire un report di sostenibilità ai sensi del nuovo art. 19-bis, par. 7, dir. 2013/34/UE<sup>26</sup>, e ciò, riducendo l'ammontare di dati sulla loro sostenibilità, le rende meno attraenti per gli investitori<sup>27</sup> e rende più difficile, per gli

---

<sup>23</sup> ESMA, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della mifid ii*, 03/08/2023 ESMA35-43-3448, 12.

<sup>24</sup> La divergenza tra le due definizioni è sottolineata da D. A., ZETZSCHE, L. ANKER-SORENSEN, op. cit., 68, e da D. BUSCH, *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2023, 307-309.

<sup>25</sup> M. SIRI, S. ZHU, op. cit., 36-37.

<sup>26</sup> L'art. 1, n. 4, della dir. 2022/2464 UE ha sostituito l'art. 19 *bis* della dir. 2013/34/UE, prevedendo che «Per gli esercizi aventi inizio prima del 1° gennaio 2028, in deroga al paragrafo 1 del presente articolo, le piccole e medie imprese che sono enti di interesse pubblico ai sensi dell'articolo 2, punto 1), lettera a), possono decidere di non includere nella loro relazione sulla gestione le informazioni di cui al paragrafo 1 del presente articolo. In tali casi, tuttavia, l'impresa indica brevemente, nella sua relazione sulla gestione, i motivi per cui non è stata fornita la rendicontazione di sostenibilità».

<sup>27</sup> D. A. ZETZSCHE, L. ANKER-SORENSEN, op. cit., 69.

intermediari distributori, adempiere agli obblighi di *product governance*, quale adottare una strategia di distribuzione coerente con le caratteristiche di sostenibilità degli strumenti finanziari; ciò verosimilmente porterà ad un ridotto investimento negli strumenti finanziari emessi da tali emittenti, come si evince, a contrario, da recenti ricerche empiriche che evidenziano un aumento dell'accesso ai capitali per i fondi sostenibili a seguito dell'attuazione della direttiva 2019/2088, dovuto allo spostamento degli investimenti verso prodotti finanziari ESG<sup>28</sup>.

Si aggiunga, poi, che il corretto adempimento degli obblighi di *product governance* è attualmente ostacolato dalla mancanza di *rating* ESG uniformi a livello europeo, che impedisce di comparare il grado di sostenibilità dei prodotti finanziari, oggetto di valutazioni differenti in base all'agenzia che emette il *rating*,<sup>29</sup> aumentando così i costi per processare le informazioni prodotte dagli emittenti; l'adozione della nuova regolazione dei *rating* ESG, infatti, è ancora in corso d'opera, essendo stato raggiunto un accordo provvisorio tra Parlamento UE e Consiglio<sup>30</sup>.

Si consideri, inoltre, che la risoluzione del 10 aprile 2024 del parlamento europeo ha modificato la direttiva 2013/34/UE, posticipando al 30 giugno 2026 i termini per l'adozione dei principi settoriali di rendicontazione di sostenibilità per taluni settori e talune imprese di paesi terzi<sup>31</sup>.

Sebbene la procedura *Lamfalussy* comporti ontologicamente un'introduzione graduale della normativa, in tal caso tale ritardo, pur motivato con l'esigenza di diminuire gli oneri di *compliance* delle

---

<sup>28</sup> L. SPAANS, J. DERWALL, J. HUIJ, K. KOEDIJK, *Sustainable Finance Disclosure Regulation: voluntary signaling or mandatory disclosure?*, February 2024, 2 ss., in <https://ssrn.com/abstract=4722820>; M. COSSU, op. cit., 458.

<sup>29</sup> M. COSSU, op. cit., 455-456.

<sup>30</sup> <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2024/02/05/environmental-social-and-governance-esg-ratings-council-and-parliament-reach-agreement/>

<sup>31</sup> Risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 10 aprile 2024 sulla proposta di decisione del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda i termini per l'adozione di principi di rendicontazione di sostenibilità per taluni settori e per talune imprese di paesi terzi (COM(2023)0596 – C9- 0386/2023 – 2023/0368(COD)); il testo della risoluzione è consultabile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

imprese<sup>32</sup>, rischia di generare alcuni fallimenti del mercato e, paradossalmente, di aumentare i costi di *compliance*.

Ed infatti, in mancanza di informazioni dettagliate sulla sostenibilità delle imprese, ed in mancanza di *rating* standardizzati, produttori e distributori difficilmente potranno valutare la compatibilità tra gli strumenti finanziari di tali imprese e gli obiettivi di sostenibilità del mercato di riferimento.

Visto l'attuale livello di sviluppo del mercato dei prodotti ESG, ancora *in fieri*, certamente il giudizio sulla corretta attuazione degli obblighi di *product governance* dovrà essere condotto in base al principio di proporzionalità, richiamato con riferimento all'attuazione della POG dal par. 37 degli orientamenti emanati dall'ESMA sul governo del prodotto e dal considerando 18 della direttiva delegata MiFID II, che precisa: «*le regole di governance dei prodotti dovrebbero applicarsi a tutti i prodotti venduti sui mercati primari e secondari [...] Tuttavia, tali regole possono essere applicate in modo proporzionato in base alla complessità del prodotto e al livello di reperibilità delle informazioni pubblicamente disponibili, tenendo conto della natura dello strumento, del servizio di investimento e del mercato di riferimento*»<sup>33</sup>.

Un'interpretazione eccessivamente rigida degli obblighi di *product governance* rischierebbe di penalizzare eccessivamente la produzione e la distribuzione di strumenti finanziari in favore delle cripto-attività, la cui produzione e distribuzione, invece, sono esenti dagli obblighi di governo del prodotto<sup>34</sup>.

---

<sup>32</sup> V. il considerando 3 della risoluzione legislativa del 10 aprile 2024.

<sup>33</sup> V. anche i riferimenti alla proporzionalità contenuti negli orientamenti dell'ESMA: ESMA, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti*, cit., 9, 13,16 (alla nota 22), 19,25, 29.

<sup>34</sup> Tale lacuna è stata evidenziata da S. GIULIANI,  *Mercati delle cripto-attività e paradigmi normativi di tutela dell'investitore*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, 58; G. MATTARELLA, *L'attività degli intermediari alla luce del processo di digitalizzazione della moneta: l'assenza di una regolazione cross-sectoral*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 639 ss.; F. RIGANTI, *Cripto-attività e finanza sostenibile: gli "opposti" (non) si attraggono?*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, 36 ss.

### 3. *La discrezionalità degli intermediari nella valutazione dell'adeguatezza.*

Le criticità evidenziate in merito all'assenza di informazioni dettagliate sulla sostenibilità degli strumenti finanziari si ripercuotono anche nella fase successiva della catena del valore.

Ed infatti, ai sensi dell'art. 24, par. 2, comma 2, della MiFID II, «L'impresa di investimento deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali di cui all'articolo 16, paragrafo 3, e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente».

Allo stato attuale, dato il livello di sviluppo del quadro normativo europeo in materia di finanza sostenibile – come detto, privo di una tassonomia sociale – gli intermediari avranno difficoltà a comprendere tutti i profili di sostenibilità degli strumenti finanziari, a valutarne la corrispondenza alle preferenze di sostenibilità dei clienti in sede di valutazione dell'adeguatezza e a determinare la quota del portafoglio investita in strumenti finanziari sostenibili<sup>35</sup>.

La difficoltà di conoscere con esattezza le caratteristiche di sostenibilità degli strumenti finanziari pone un evidente problema di selezione avversa, poiché, nell'attuale contesto di scarsità di informazioni, i clienti saranno propensi ad acquistare strumenti sostenibili solo a fronte di una diminuzione del loro “prezzo”, direttamente proporzionale alla probabilità che le informazioni ricevute non siano esatte, con fuoriuscita dal mercato dei prodotti realmente sostenibili scarsamente remunerati<sup>36</sup>.

Si dirà che il modello della selezione avversa non è applicabile all'asimmetria informativa sulle caratteristiche di sostenibilità degli strumenti finanziari. Tuttavia, sebbene non vi siano opinioni unanimi sulla correlazione tra la sostenibilità e il rendimento di uno strumento

<sup>35</sup> V. F. E. MEZZANOTTE, op. cit., 15 ss., spec. 20 ss.

<sup>36</sup> V. G. AKERLOF, *The Market For “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, 3, 1970, 488 ss.; F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHER, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, in *70 Virginia Law Review* 669 (1984), 673 ss.; nella dottrina italiana v. A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, 2 ss.

finanziario<sup>37</sup>, è invece pacifico che i fondi ESG, non solo obbligazionari ma anche azionari, nei periodi di crisi dei mercati siano più resilienti, meno volatili e meno esposti agli *shock* di natura finanziaria, e che quindi le attività finanziarie con rating di sostenibilità elevati siano più resilienti nel lungo periodo e possano garantire migliori combinazioni di rischio e rendimento<sup>38</sup>; si osserva, poi, una riduzione del costo del credito per le imprese con *rating* ESG più elevati, poiché il cambiamento climatico è un rischio di natura finanziaria che attenta alla stabilità del sistema finanziario<sup>39</sup>.

Ancora, gli investimenti in emittenti non sostenibili sono certamente più esposti al rischio reputazionale, la cui gestione, appunto, sta inducendo gli investitori istituzionali a convertire il proprio portafoglio verso strumenti finanziari ESG *oriented*<sup>40</sup>.

La carenza di informazioni sulla sostenibilità degli strumenti finanziari, rendendo lacunoso il processo di “mappatura” di questi ultimi, crea inoltre il rischio di condotte di *green* e *socialwashing*, volte a mascherare fenomeni di *mis-selling*, altamente probabili quando l’intermediario distributore è anche il produttore<sup>41</sup>.

Basti pensare che l’art. 54, par. 10, reg. del. UE 2017/565, come modificato dal reg. del. UE 2021/1253, vieta di raccomandare strumenti finanziari non conformi ad obiettivi di sostenibilità dei clienti. Tuttavia, poiché allo stato attuale vi è una carenza di prodotti finanziari allineati alla tassonomia contenuta nel reg. UE 2020/852 e di dati sull’impatto della sostenibilità sul rendimento<sup>42</sup>, un’interpretazione eccessivamente

---

<sup>37</sup> V. però EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *EBA REPORT ON MANAGEMENT AND SUPERVISION OF ESG RISKS FOR CREDIT INSTITUTIONS AND INVESTMENT FIRMS*, EBA/REP/2021/18, 31: «ESG factors are environmental, social or governance matters that may have a positive or negative impact on the financial performance or solvency of an entity, sovereign or individual»

<sup>38</sup> M. COSSU, op. cit., 458-459.

<sup>39</sup> M. COSSU, 458-459.

<sup>40</sup> A. CARRISI, op. cit., 5.

<sup>41</sup> V. F. ANNUNZIATA, D. COLONNELLO, A. LUPOI, *La mappatura dei prodotti finanziari nella prospettiva della tutela del risparmiatore*, in *quaderni giuridici consob*, 28 aprile 2023, 29 ss.

<sup>42</sup> D. A. ZETSCHE, L. ANKER-SORENSEN, op. cit., 47 ss., spec. 72-73; cfr. P. BOLTON, M. DESPRES, L. A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, R. SVARTZMAN, op. cit., 24.

rigida di tale divieto potrebbe a fenomeni di *mis-selling*, conducendo a perdite finanziarie per gli investitori.

Come è stato osservato, infatti, orientare le scelte degli investitori verso prodotti sostenibili comporta l'assoggettamento a rischi tipici di tali prodotti, come il rischio di transizione, e cioè che la transizione ecologica non avvenga nei modi e nei tempi previsti<sup>43</sup>; inoltre per alcune attività economiche *brown* non esistono alternative a basse emissioni di carbonio tecnologicamente ed economicamente praticabili, sicché un prodotto diretto a finanziare attività *green* potrebbe rivelarsi in contraddizione con l'andamento dello specifico mercato<sup>44</sup>.

Di converso, gli strumenti finanziari emessi da emittenti che non tengono conto dei rischi e dei fattori di sostenibilità sono caratterizzati sia da un maggiore rischio di fisico, sia da un maggiore rischio di mercato per effetto del possibile cambiamento delle preferenze degli investitori, che può impattare sul prezzo di tali strumenti<sup>45</sup>.

#### 4. *La necessità di diversificazione degli investimenti.*

Onde evitare tali esternalità negative occorre valorizzare la clausola generale dell'agire nel miglior interesse del cliente (art 21 t.u.f.), ritenendo che nella composizione del portafogli di investimento occorra operare una diversificazione che tenga conto sia dei rischi di transizione sia dei rischi fisici, e che l'inserimento in portafoglio di strumenti finanziari non sostenibili sia in linea teorica ammesso, qualora sia funzionale per la diversificazione non altrimenti ottenibile<sup>46</sup>, e per evitare, dunque, un'eccessiva concentrazione dei rischi sia finanziari sia, più specificamente, di transizione.

In tal senso depongono gli orientamenti dell'ESMA, dai quali si evince che nella valutazione dell'adeguatezza, mentre la conoscenza e l'esperienza del cliente devono essere valutati in relazione ad ogni strumento finanziario, gli obiettivi di investimento e la situazione

<sup>43</sup> M. ARRIGONI, op. cit., 265-266.

<sup>44</sup> M. ARRIGONI, op. cit., 265-266.

<sup>45</sup> V. P. BOLTON, M. DESPRES, L. A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, R. SVARTZMAN, op. cit., 17 ss., spec. 20-21.

<sup>46</sup> V. M. ARRIGONI, op. cit., 268 ss., spec. 277-278; v. ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della Mifid II*, 03/04/2023, esma35-43-3172, 4 ss.

finanziaria possono essere valutati con riferimento al portafoglio complessivo del cliente<sup>47</sup>; e che la valutazione di adeguatezza in relazione alle preferenze di sostenibilità, in particolare, può essere effettuata applicando tali preferenze «in media al livello del portafoglio nel suo insieme o al livello della parte/percentuale del portafoglio che il cliente intende investire in prodotti con caratteristiche di sostenibilità»<sup>48</sup>.

La necessità di diversificare tenendo conto dei rischi di transizione, ovviamente, deve ritenersi valida *rebus sic stantibus*, poiché con la progressione del processo di conversione dell'economia verso la sostenibilità anche i rischi di transizione dovranno ritenersi superati.

Ne consegue l'opportunità, allo stato attuale, di non introdurre ulteriori regole volte ad irrigidire la valutazione di adeguatezza, come quella, ipotizzata dalla commissione europea nella consultazione sulla strategia di finanza sostenibile, di considerare gli strumenti finanziari sostenibili come opzione di investimento di *default*<sup>49</sup>.

Da un lato, una regola di tal fatta avrebbe il pregio di orientare le scelte di investimento verso la sostenibilità senza però cancellare la libertà di scelta dei clienti, in base alla tecnica del *nudging*, dall'altro lato postulerebbe lo sviluppo di un mercato con vari strumenti finanziari sostenibili, ciascuno dei quali adeguato anche all'esperienza, alla conoscenza e agli obiettivi di investimento finanziari dei clienti<sup>50</sup>.

Recenti ricerche dimostrano purtroppo che il livello di conoscenza della finanza ESG è ancora basso, persino nei paesi con un alto livello di alfabetizzazione finanziaria generale<sup>51</sup>.

---

<sup>47</sup> ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza*, cit., 29, par. 87

<sup>48</sup> ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza*, cit., 29, par. 88.

<sup>49</sup> V. *Summary Report of the Stakeholder Consultation on the Renewed Sustainable Finance Strategy 8 April 2020 - 15 July 2020*, 13.

<sup>50</sup> V. COLAERT, *The Changing Nature of Financial Regulation. Sustainable Finance as a New Policy Objective* (April 1, 2022). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4087166> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4087166>, 17. Sul nudging v. R. H. THALER, C. R. SUNSTEIN, "Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron", *University of Chicago Public Law & Legal Theory Working Paper No. 43*, 2003, 1 SS.

<sup>51</sup> V. M. FILIPPINI, M. LEIPPOLD, T. WEKHOF, *Sustainable finance literacy and the determinants of sustainable investing*, in *Journal of Banking and Finance*, 2024, 1 ss.;

Al tempo stesso, però, la carenza di informazioni sulla sostenibilità rischia di assegnare un'eccessiva discrezionalità agli intermediari nei processi di mappatura dei prodotti prodromici ai processi di *product governance* e di valutazione dell'adeguatezza, che spesso consente di modificare i criteri di determinazione dell'idoneità degli strumenti per i clienti evitando gli effetti bloccanti del giudizio di inadeguatezza o del *target market* negativo<sup>52</sup>.

I rischi di *mis-selling* potranno essere ridotti dall'istituzione del c.d. *European Single Access Point*, recentemente oggetto del reg. UE 2023/2859<sup>53</sup>, il quale, gestito dall'ESMA, consentirà di accedere gratuitamente a tutte le informazioni rese pubbliche ai sensi delle direttive e regolamenti elencati nell'allegato alla proposta, tra cui la MiFID II, il Regolamento Tassonomia, la dir. 2019/2088/UE e la dir. 2014/95/UE (c.d. *Non Financial Reporting Directive*), nonché alle informazioni volontariamente pubblicate dalle imprese<sup>54</sup>.

Si tratta di un sistema informativo che certamente diminuirà i costi di ricerca e di elaborazione delle informazioni sulla sostenibilità, favorendo l'attività di *price discovery* svolta dagli investitori istituzionali e dalle agenzie di *rating* a beneficio dell'intero mercato, soprattutto degli investitori *retail* privi delle competenze e delle risorse per raccogliere, analizzare e comprendere le informazioni<sup>55</sup>.

*Medio tempore*, però, rimane il rischio di una scorretta esecuzione degli obblighi di *product governance* e di valutazione dell'adeguatezza per mancanza di informazioni ESG, e conseguente selezione avversa,

---

il basso livello di alfabetizzazione finanziaria è uno dei fattori che impedisce lo sviluppo della finanza ESG presso i *Post-Millennials*, sebbene alcuni studi dimostrino un interesse di tale generazione verso la finanza sostenibile: M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials*, cit., 1281 ss.

<sup>52</sup> F. ANNUNZIATA, D. COLONNELLO, A. LUPOI, op. cit., 61 ss.

<sup>53</sup> REGOLAMENTO (UE) 2023/2859 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 13 dicembre 2023 che istituisce un punto di accesso unico europeo che fornisce un accesso centralizzato alle informazioni accessibili al pubblico pertinenti per i servizi finanziari, i mercati dei capitali e la sostenibilità

<sup>54</sup> V. F. ANNUNZIATA, D. COLONNELLO, A. LUPOI, op. cit., 61 ss.; v. art. 1, par. 1, lett. a) e b), reg. 2023/2859 UE.

<sup>55</sup> V. A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 2 ss.; v. F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, 58 ss.; v. P. LUCANTONI, *L'informazione da prospetto. Struttura e funzione nel mercato regolato*, Milano, 2020, 1 ss., spec. 41 ss.; v. F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHER, op. cit., 694.

considerato che ai sensi dell'art. 1, par. 1, reg. UE 2023/2859 per la costituzione dello ESAP vi è tempo fino al 10 luglio 2027, e che le piccole e medie imprese, i cui valori sono negoziati nei mercati regolamentati, saranno esentate fino al 2028 dall'obbligo di fornire nella relazione di gestione informazioni sull'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità<sup>56</sup>.

### 5. Prospettive di riforma.

Una volta completato il *framework* normativo europeo sulla finanza sostenibile, ed aumentato il livello di alfabetizzazione finanziaria dei clienti, sarà prospettabile l'introduzione di regole limitative della discrezionalità degli intermediari in sede di valutazione dell'adeguatezza, come l'obbligo di raccomandare strumenti finanziari sostenibili quali opzioni di investimento di *default*, a parità di adeguatezza dello strumento anche sotto il profilo finanziario<sup>57</sup>.

Del resto, una soluzione simile, sia in quanto espressione di paternalismo libertario, sia in quanto parimenti ispirata da obiettivi di interesse pubblico, è stata già adottata dal d.lgs. 252/2005, che prevede un regime di silenzio assenso per l'adesione ai fondi pensione collettivi<sup>58</sup>.

Dato l'attuale sviluppo della finanza sostenibile, l'immediata introduzione dell'obbligo di raccomandare strumenti finanziari ESG rischierebbe di incentivare condotte di *green* e *social washing* delle imprese in sede di valutazione dell'adeguatezza<sup>59</sup>, incentivate anche dall'incerta definizione di investimenti sostenibili ed ecosostenibili, ancora in attesa della tassonomia sociale europea, e dalla produzione sub ottimale di informazioni ESG.

---

<sup>56</sup> T. LOIZZO, F. SCHIMPERNA, *Esg disclosure: regulatory framework and challenges for italian banks*, in *Questioni di economia e finanza (occasional papers)*, 744, 2022, 24; v. art. 1, n. 4, dir. 2022/2464/UE.

<sup>57</sup> In tal senso V. COLAERT, *The changing nature of financial regulation*, cit., 17. In senso contrario a una regolazione più paternalistica della finanza sostenibile cfr. D. A. ZETZSCHE, L. ANKER-SORENSEN, op. cit., 47 ss., spec. 74 ss.

<sup>58</sup> V. F. RIGHINI, *Educazione finanziaria. Uno strumento per cittadini, risparmiatori e mercati*, Milano, 2019, 147 ss., ove ampi riferimenti al tema del *nudging*.

<sup>59</sup> V. COLAERT, *The changing nature of financial regulation*, cit., 17.

Sempre *de jure condendo*, e sempre nell'ottica ridurre la discrezionalità degli intermediari in sede di valutazione dell'adeguatezza, appare necessario allineare l'art. 81, reg. UE 2023/1114 (c.d. MiCAR<sup>60</sup>) con l'art. 54 del reg. del. UE 2017/565.

Attualmente i prestatori di servizi di gestione di portafoglio e consulenza finanziaria relativi a cripto-attività in sede di valutazione dell'adeguatezza devono considerare «le conoscenze dei clienti e le loro esperienze di investimento in cripto-attività, i loro obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio, e la loro la situazione finanziaria, inclusa la capacità di sostenere perdite», ma non le preferenze di sostenibilità del cliente<sup>61</sup>.

Poiché tale lacuna non pare colmabile in via ermeneutica tramite un'interpretazione estensiva dell'obbligo di agire nel miglior interesse dei clienti previsto dall'art. 66 MiCAR<sup>62</sup>, allo stato attuale banche e imprese di investimento possono eludere la valutazione delle preferenze di sostenibilità del cliente semplicemente proponendogli l'investimento in cripto-attività, nonostante lo stesso legislatore europeo, contraddittoriamente, dichiara esplicitamente all'art. 60, par. 3, MiCAR che «la prestazione di consulenza sulle cripto-attività è considerata equivalente alla consulenza in materia di investimenti di cui alla sezione A, punto 5, dell'allegato I alla direttiva 2014/65/UE» e che «la gestione di portafogli di cripto-attività è considerata equivalente alla gestione di portafogli di cui alla sezione A, punto 4, dell'allegato I alla direttiva 2014/65/UE»<sup>63</sup>.

Nella prestazione di uno qualsiasi dei servizi per le cripto-attività di cui all'art. 3, n. 16, MiCAR, inoltre, gli intermediari non dovranno adempiere agli obblighi di *mandatory disclosure* previsti dagli artt. 6, 7, 8 e 9 del reg. UE 2019/2088, poiché, sebbene l'impresa di investimento che svolga servizi di gestione di portafoglio relativi a cripto-attività possa rientrare nell'ampia nozione di partecipante ai

---

<sup>60</sup> Sul quale si rinvia a M. T. PARACAMPO, *I prestatori di servizi per le cripto-attività. Tra mifidizzazione della MICA e tokenizzazione della Mifid*, Torino, 2023, 1 ss.

<sup>61</sup> Tale discrasia è evidenziata da F. RIGANTI, *Cripto-attività e finanza sostenibile*, cit., 35 ss.

<sup>62</sup> In tal senso F. RIGANTI, *Cripto-attività e finanza sostenibile*, cit., 38-39.

<sup>63</sup> Sulla presunzione di equivalenza dei servizi v. M. T. PARACAMPO, op. cit., 13 ss.

mercati finanziari di cui all'art. 2, n. 1, lett. b), reg. UE 2019/2088, le cripto-attività invece non rientrano nella definizione di prodotto finanziario contenuta nel n. 12 dell'articolo da ultimo citato<sup>64</sup>.

Tale arbitraggio regolatorio è una delle tipiche conseguenze dell'adozione di una regolazione settoriale, problema ormai noto ma ancora irrisolto del diritto dell'economia<sup>65</sup>. In tal caso si tratta probabilmente di una scelta consapevole del legislatore europeo volta a rendere l'Unione europea uno dei mercati principali delle cripto-attività a livello mondiale, come si evince anche dalla regolazione più *soft* in materia di informazione al mercato primario prevista per tali *assets*, rispetto alla regolazione più invasiva prevista per gli strumenti finanziari, soggetti al reg. UE 2017/1129 (c.d. Prospetti)<sup>66</sup>.

Da un lato, dunque, il legislatore europeo si pone in concorrenza con altri ordinamenti, come gli Stati Uniti, che assoggettano le cripto-attività alla stessa normativa delle *Securities* (il *Securities Act* del 1933)<sup>67</sup>, abbassando gli *standard* regolatori delle cripto-attività in una sorta di *race to the bottom*<sup>68</sup>; dall'altro mira a perseguire un obiettivo di *policy* totalmente opposto, cioè rendere l'Europa il principale mercato dei prodotti e degli strumenti finanziari sostenibili.

---

<sup>64</sup> D. BUSCH, op. cit., 323-324; F. RIGANTI, *Cripto-attività e finanza sostenibile*, cit., 35 ss.

<sup>65</sup> V. V. COLAERT, *European Banking, Securities and Insurance Law: cutting through sectoral lines?*, in *Common Market Law Review*, 2015, 1579 ss.; v. M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, 145 ss. Di normativa interstiziale parla F. RIGANTI, *Cripto-attività e finanza sostenibile*, cit., 36.

<sup>66</sup> V. G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Digital Offerings and Mandatory Disclosure: A Market-Based Critique of MiCA*, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper n° 605/2021, August 2021, 1 ss.; V. F. ANNUNZIATA, *An Overview of the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR)*, 11/12/2023, *EBI Working Paper Series 2023*, n. 158, 40 ss.

<sup>67</sup> V. P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, 645 ss.; sul *Securities Act* in generale v. E. KELLER, *Introductory Comment: A Historical Introduction to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934*, in *Ohio State Law Journal* 49, 1988, 329 ss.

<sup>68</sup> L'espressione è di E. C. CHAFFEE, *Finishing the Race to the Bottom: An Argument for the Harmonization and Centralization of International Securities Law*, in *Seton Hall Law Review*, 2010, 1581 ss.

Una vera e propria dimenticanza del legislatore europeo può considerarsi invece l'omessa integrazione dei fattori di sostenibilità nei processi di *product governance* dei fornitori di prodotti pensionistici individuali paneuropei (PEPP), autonomamente disciplinati dall'art. 25 del reg. UE 2019/1238<sup>69</sup>.

L'art. 23 del regolamento appena citato estende ai fornitori di PEPP, comprese le imprese di investimento, gli obblighi di comportamento in materia di conflitti di interesse e di valutazione dell'adeguatezza previsti dalle disposizioni nazionali attuative di MiFID II, e dai regolamenti europei emanati in attuazione di tali disposizioni, ma non le disposizioni della MiFID II sulla *product governance*; materia, quest'ultima, che è autonomamente regolata dall'art. 25 del reg. UE 2019/1238.

Data l'estensione ai fornitori di PEPP dell'obbligo previsto dalla MiFID II di valutare l'adeguatezza, contrariamente a quanto sostenuto in dottrina si deve ritenere che anch'essi siano obbligati a valutare le preferenze di sostenibilità dei clienti<sup>70</sup>. Tuttavia, in conseguenza dell'approccio non *cross-sectoral* alla regolazione della finanza sostenibile, l'obbligo di cui all'art. 9, dir. del. UE 2017/593 di valutare la coerenza tra gli strumenti finanziari e le preferenze di sostenibilità del *target market* non si applica ai fornitori di PEPP, non essendo stato modificato l'art. 25 del reg. UE 2019/1238.

Pare pertanto auspicabile che il legislatore colmi anche tale lacuna per assicurare il *level playing field* tra gli intermediari e uno sviluppo non asimmetrico della finanza sostenibile.

---

<sup>69</sup> V. G. MATTARELLA, *La normativa europea sui prodotti pensionistici individuali paneuropei tra regolazione del mercato e automatizzazione dei servizi finanziari. (Il Reg. UE 2019/1238 del 20 giugno 2019 e la sua attuazione ad opera del d.lgs. 2 agosto 2022, n. 114)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2023, 114 ss. Come evidenzia V. COLAERT, *Integrating sustainable finance into the MiFID II and IDD investor protection frameworks*, Working Paper No. 2020/06 (November 2020), 4 e alla nota 26, disponibile al seguente link: <https://ssrn.com/abstract=3786624>, il regolamento sui PEPP menziona la finanza sostenibile solo al considerando 8.

<sup>70</sup> Come evidenziato nel testo, per effetto dei rinvii normativi alla MiFID II le preferenze di sostenibilità sono parzialmente integrate nel regime di protezione previsto dal reg. UE 2019/1238, contrariamente a quanto sostenuto da V. COLAERT, *Integrating sustainable finance into the MiFID II and IDD investor protection frameworks*, cit., 18: «The recently adopted PEPP and Crowdfunding Regulations do not integrate sustainable finance in their investor protection regimes yet».

Se alla settorialità delle normative sulla finanza sostenibile si aggiungono il carattere estremamente aperto delle definizioni di investimenti sostenibili, preferenze di sostenibilità e la necessità di confrontare atti normativi di livello 1 e regolazioni di dettaglio di livello 2 per estrapolare le definizioni rilevanti in materia di *product governance* e valutazione dell'adeguatezza, ne segue un notevole onere di *compliance* per le imprese<sup>71</sup>; problema, quest'ultimo, che certamente non è circoscritto alla normativa sulla finanza sostenibile, essendo connaturato alla procedura *Lamfalussy* che caratterizza la formazione del diritto europeo del mercato dei capitali<sup>72</sup>.

Infine, è opportuno domandarsi se non possa essere anticipato l'obbligo delle piccole e medie imprese, i cui valori sono negoziati nei mercati regolamentati, di fornire nella relazione di gestione informazioni sull'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità.

Invero, anche se tale anticipazione comporterebbe costi di *compliance* notevoli, è opportuno domandarsi se essi non sarebbero compensati da un maggiore accesso al mercato dei capitali, come suggeriscono recenti ricerche empiriche, le quali dimostrano come a seguito dell'introduzione del reg. UE 2019/2088 i fondi classificati come ESG abbiano goduti di flussi di investimento maggiori rispetto al passato, e come la *disclosure* al mercato sia stata in grado di dirigere verso la sostenibilità il comportamento degli investitori<sup>73</sup>.

È vero che è interesse delle imprese, di fronte ad un problema di *adverse selection*, comunicare spontaneamente le informazioni rilevanti – in questo caso sulla sostenibilità – al mercato per accrescere la propria reputazione e distinguere i propri prodotti, poiché in assenza di queste ultime gli investitori ricevono un segnale negativo e non possono non essere disposti a finanziare l'impresa<sup>74</sup>.

Tuttavia, tale meccanismo di mercato può in concreto fallire, considerato che l'emittente può sempre ritenere maggiori i benefici di una falsa dichiarazione – o dell'omissione di tale dichiarazione – rispetto ai costi derivanti dalla perdita di reputazione<sup>75</sup>, impattanti

---

<sup>71</sup> F. E. MEZZANOTTE, op. cit., 1 ss.

<sup>72</sup> V. A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2016, 59 ss.

<sup>73</sup> L. SPAANS, J. DERWALL, J. HUIJ, K. KOEDIJK, op. cit., 1 ss.

<sup>74</sup> A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, cit., 18 ss.

<sup>75</sup> A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, cit., 21.; F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHER, op. cit., 675.

sull'accesso al credito o al mercato dei capitali (costi indiretti), oltre che rispetto ai costi diretti, connessi alla produzione delle informazioni e derivanti da attività di *compliance*, segreteria, consulenza, e di monitoraggio da parte delle strutture di governo societario<sup>76</sup>.

Peraltro la dir. 2022/2464/UE tiene conto dell'esigenza di diminuire i costi di produzione dell'informazione societaria per le PMI, che, com'è noto, poiché la produzione di informazioni presenta economie di scala, in quanto i costi della produzione d'informazioni sono in larga misura fissi e aumentano in modo meno che proporzionale all'aumentare delle dimensioni dell'impresa, sono svantaggiate nella misura in cui sopportano costi di informazione proporzionalmente superiori<sup>77</sup>.

Ed infatti, il paragrafo 6 del nuovo art. 19 *bis*, dir. 2013/34/UE, inserito dall'art. 1, dir. 2022/2464/UE, prevede che le PMI possano fornire un report di sostenibilità semplificato, contenente solo: «a) una breve descrizione del modello e della strategia aziendali dell'impresa; b) una descrizione delle politiche dell'impresa in relazione alle questioni di sostenibilità; c) i principali impatti negativi, effettivi o potenziali, dell'impresa in relazione alle questioni di sostenibilità e le eventuali azioni intraprese per identificare, monitorare, prevenire o attenuare tali impatti negativi effettivi o potenziali o per porvi rimedio; d) i principali rischi per l'impresa connessi alle questioni di sostenibilità e le modalità di gestione di tali rischi adottate dall'impresa; e) gli indicatori fondamentali necessari per la comunicazione delle informazioni di cui alle lettere da a) a d)».

Tali argomentazione dovrebbero dunque indurre a ripensare la posticipazione dell'obbligo di cui all'art. 19-*bis*, dir. 2013/34 UE per le

---

<sup>76</sup> Distingue tra costi diretti e indiretti delle informazioni societarie G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2013, 203 ss.; v. F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHER, op. cit., 707-709.

<sup>77</sup> G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria*, cit., 209; v. F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHER, op. cit., 671: «The securities laws possess many of the characteristics of classic interest group legislation. Existing rules give larger issuers an edge, because many of the costs of disclosure are the same regardless of the size of the firm or the offering. Thus larger or older firms face lower flotation costs per dollar than do smaller issuers. The rules also help existing investment banks and auditing firms obtain an advantage because they acquire expertise and because rivals cannot compete by offering differentiated products».

piccole e medie imprese, onde evitare fenomeni di selezione avversa o *greenwashing* dannosi sia per le PMI sostenibili, sia per lo sviluppo della finanza sostenibile.