

LA FINANZA SOSTENIBILE NEL PRISMA DELL'OVER-REGULATION DEL SISTEMA FINANZIARIO *

Giorgio Mattarella **

SOMMARIO: 1. Gli intermediari e la sostenibilità – 2. *Product governance* e *greenwashing* – 3. Gli obblighi di trasparenza a geometrie variabili sui rischi e sui fattori di sostenibilità – 4. Gli obblighi di report sulla sostenibilità di cui alla dir. UE 2022/2464 – 5. Preferenze di sostenibilità, *product governance* e valutazione dell'adeguatezza: verso un *enforcement* pubblicistico – 6. Conclusioni. *Reg Tech* e semplificazione normativa

1. – 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 e delle preferenze di sostenibilità del mercato. Ci si riferisce cioè alle recenti modifiche alla dir. delegata UE 2017/593 ¹ e al reg. delegato UE 2017/565 ², attuate rispettivamente dalla dir. delegata UE 2021/1269 ³ e dal reg. UE 2021/1253 ⁴, intro-

* Questo scritto riproduce il *paper* presentato alla *call for papers* del XVI convegno annuale dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale, dedicato al tema "Stato, imprese, mercati in un mondo alla ricerca di nuovi equilibri".

** Ricercatore in tenure track (RTT) in Diritto dell'Economia, Università degli Studi di Palermo.

¹ 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.

² 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

³ 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.

⁴ REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2021/1253 DELLA COMMISSIONE del 21 aprile 2021 che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requi-



duttivi, rispettivamente, dell'obbligo di considerare i fattori di sostenibilità, i rischi di sostenibilità e le preferenze di sostenibilità nello svolgimento della valutazione di adeguatezza⁵, e dell'obbligo di integrare i fattori di sostenibilità nei processi di *product governance*⁶.

La sostenibilità, in generale, ha ormai assunto il ruolo di 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.⁷. Basti pensare che, secondo gli orientamenti della *European Banking Authority* in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti, le banche devono incorporare i fattori e i rischi ESG nella loro propensione al rischio di credito, nelle politiche di gestione dei rischi e nelle procedure relative al rischio di credito, e dovrebbero altresì tenere conto dei rischi associati ai fattori ESG per le condizioni finanziarie dei mutuatari⁸.

siti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento.

⁵ Sulla valutazione di adeguatezza v. D. Imbruglia, *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017, 1 ss.

⁶ 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 s.; A. Perrone, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 1 s.; V. Colaert, *product governance: paternalism outsourced to financial institutions?*, in *European Business Law Review*, 2020, 977 s.; di recente F. Petrosino, *Le regole di product governance nei mercati finanziari*, Torino, 2024, 1 s.

⁷ V. 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, 74 s.; v. R. Lener, P. Lucantoni, *Sostenibilità esg e attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, 6 s.; v. A. Carrisi, *La finanza sostenibile e la ricerca di nuovi parametri di adeguatezza*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 1 s.; v. F. Riganti, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2022, 315 s.

⁸ Autorità Bancaria Europea, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, ABE/GL/2020/06, 29/05/2020, 17; v. Riganti, *L'impresa bancaria*, cit., 322. La considerazione dei fattori, dunque, è ormai funzionale alla stessa sana e prudente gestione, non foss'altro perché il cambiamento climatico può peggiorare le *performance* finanziarie dei clienti, materializzandosi sotto forma di rischi fisici, rischi di transizione e altri rischi, quali cambiamenti delle preferenze del mercato e dei consumatori, e rischi legali, che potrebbero influire sull'andamento delle attività sotto-stanti: Autorità Bancaria Europea, *op. cit.*, 17; 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. I rischi climatici, inoltre, possono anche aumentare il costo dell'indebitamento degli stati più esposti al *climate change* modificando il valore delle obbliga-

Tuttavia, la discrepanza tra la domanda di prodotti ESG e il pool limitato di *asset* ritenuti sostenibili e conformi alla tassonomia dell'UE⁹, e il fatto che il quadro normativo in materia di finanza sostenibile sia ancora *work in progress*, fanno sì che alla spinta dei partecipanti al mercato per guadagnare quote di mercato rafforzando i loro profili di sostenibilità non corrisponda una regolazione chiara, volta a prevenire fenomeni di *greenwashing*¹⁰. Ed infatti, gli attuali riferimenti presenti nel Regolamento sulla tassonomia, nel Regolamento Delegato SFDR, così come nella modifica dei Regolamenti Delegati MiFID II e IDD non comprendono tutte le potenziali forme di *greenwashing*, e si concentrano solo sulla *disclosure* precontrattuale e sulla consulenza di prodotti finanziari¹¹, creando però una serie di arbitraggi regolatori tra prodotti e servizi finanziari.

Nel pur condivisibile intento di garantire un'attuazione proporzionata e graduale degli obblighi ESG, la normativa sulla finanza sostenibile si caratterizza talvolta per un'attuazione sbilanciata sotto il profilo temporale e rimessa talvolta alla discrezionalità delle imprese, in particolare in materia di obblighi di *reporting*¹². Infine, la normativa sulla finanza sostenibile trascura di occuparsi espressamente degli strumenti di *enforcement*. Il presente *paper* ha pertanto lo scopo di

zioni sovrane: 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, 42

⁹ D. A. Zetsche, L. Anker-Sorensen, *Regulating sustainable finance in the dark*, in *European Business Organization Law Review*, 2022, 47 ss., spec. 72-73.

¹⁰ In tal senso L. Zoboli, *Il greenwashing e la tutela della corretta comunicazione d'impresa*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, 281 ss. Il rischio di tali pratiche ingannevoli può verificarsi in tutte le fasi della catena del valore, da quella di ingegnerizzazione del prodotto a quella distributiva: Esmā, *Progress Report on Greenwashing. Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies"*, 31 May 2023, ESMA30-1668416927-2498, 5.

¹¹ European Banking Authority, *EBA PROGRESS REPORT ON GREENWASHING MONITORING AND SUPERVISION 31 MAY 2023 EBA/REP/2023/16*, 11; come osserva la dottrina, non vi è una definizione generale di *greenwashing* a livello europeo all'interno della normativa sui servizi di investimento: E. Macchiavello, *"Greenwashing" in investment intermediation: investor protection and the difficult role of enforcement (September 10, 2024)*. *University of Genoa EUSFiL Law Research Working Paper Series No. 28, Forthcoming on European Business Law Review, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4957242> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4957242>*, 33 s.

¹² Ci si riferisce alla DIRETTIVA (UE) 2022/2464 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 14 dicembre 2022 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità.

evidenziare le principali problematiche che la valutazione delle preferenze di sostenibilità pone in sede di *product governance* e valutazione dell'adeguatezza alla luce dell'attuale incompletezza del quadro normativo, e di individuare mezzi di *enforcement* adeguati e possibili soluzioni anche *de jure condendo*.

2. – Partendo dalla fase iniziale della catena del valore, già la valutazione delle preferenze di sostenibilità dei clienti da parte del produttore, in sede di individuazione del *target market*, presenta un evidente rischio di *greenwashing*. Ai sensi del nuovo art. 9, par. 9, della dir. delegata 2017/593, le imprese di investimento devono individuare in modo sufficientemente granulare il *target market* potenziale degli strumenti finanziari, tenendo conto anche degli obiettivi di sostenibilità dei clienti; al contempo, traducendo in disposizioni vincolanti l'obiettivo di *policy* espresso dal considerando 8 della direttiva 2021/1269, ai sensi dei nuovi artt. 9, par. 9 e 10, par. 2, della dir. delegata 2017/593 le imprese di investimento produttrici e distributrici non dovranno individuare un *target market* negativo per gli strumenti finanziari "sostenibili".

Tali previsioni sono state attuate in Italia modificando gli artt. 64 e 72, comma 3, del Regolamento intermediari della Consob n. 20307/2018. La prima disposizione citata pure da un lato prevede ai commi 1 e 5-bis l'obbligo di coerenza tra i fattori di sostenibilità dello strumento finanziario e le preferenze di sostenibilità del *target market*, dall'altro al comma 2 esenta i *manufacturers* dall'individuazione del *target market* negativo; stessa discrepanza vale per l'art. 72.

Un'interpretazione letterale degli artt. 64 e 72 citati 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 diverso grado di sostenibilità, in conformità agli artt. 3 ss. del reg. 2020/852, che distinguono tra prodotti finanziari con caratteristiche connesse alla sostenibilità ma che non

promuovono direttamente un investimento sostenibile (prodotti *light green*), prodotti che possono, invece, avere come proprio obiettivo primario la promozione di un investimento sostenibile (prodotti *dark green*) o, infine, prodotti con effetti pregiudizievoli sulla sostenibilità (prodotti *brown*)¹³.

Se interpretata alla lettera, dunque, l'esclusione del *target market* negativo rischia di generare fenomeni di *greenwashing* già in fase di concepimento del prodotto, nella misura in cui può indurre ad inserire nel *target market* un prodotto scarsamente o parzialmente sostenibile, o, comunque, con fattori di sostenibilità diversi da quelli rientranti nella preferenze di sostenibilità dei clienti¹⁴. Come evidenziato dall'ESMA, infatti, il *greenwashing* può verificarsi in tutte le fasi della catena del valore, da quella di definizione delle strategie societarie, a livello del prodotto o della prestazione dei servizi di investimento a contatto con i clienti¹⁵.

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 preferenze specifiche di investimento sostenibile.

In questo senso depone peraltro il reg. 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* potenziale il produttore goda di maggiore discrezionalità se i clienti di ri-

¹³ 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 s.; M. Cossu, *Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario*, in *Banca impr. soc.*, 2022, 433 s.; D. A. Zetsche, L. Anker-Sørensen, *Regulating sustainable finance in the dark*, in *European Business Organization Law Review*, 2022, 50 s.

¹⁴ V. Esma, *Progress Report on Greenwashing*, cit., 12.

¹⁵ Esma, *Progress Report on Greenwashing*, cit., 12.

ferimento non hanno preferenze di sostenibilità, come già prospettato dalla dottrina per la valutazione di adeguatezza ¹⁶.

L'interpretazione qui proposta trova un fondamento sia nel considerando n. 7, dir. delegata 2021/1269, il quale esplicita come 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»; sia nell'art. 1, della direttiva da ultimo citata, il quale, modificando l'art. 9, par. 1, della dir. delegata 2017/593, introduce un principio di coerenza tra il *target market* e i fattori di sostenibilità degli strumenti finanziari.

Vi è dunque il rischio di eccessiva discrezionalità degli intermediari nella definizione del *target market* potenziale, sia per l'assenza di dati sulle preferenze ESG dei clienti anche con riferimento ai singoli fattori (E, S, G) ¹⁷, sia per la mancata finalizzazione del processo di attuazione della tassonomia UE sui prodotti sostenibili, che potrebbe anche indurre all'offerta di un'ampia gamma di prodotti molto diversi pur di includere strumenti finanziari ESG nella propria offerta ¹⁸.

Ed infatti, come evidenziato dagli orientamenti dell'ESMA, 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 2019/2088, e la quota minima del prodotto investita in investimenti ecosostenibili, definiti invece dal reg. UE 2020/852 ¹⁹. 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 ²⁰, non è concretamente chiaro quale sia la

¹⁶ M. Arrigoni, *Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 261 ss., spec. 270 s.

¹⁷ Cossu, *Tassonomia finanziaria e normativa*, cit., 459; M. Siri, S. Zhu, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca imp. soc.*, 2020, 36-37.

¹⁸ Siri, Zhu, *L'integrazione della sostenibilità*, cit., 36-37.

¹⁹ Esma, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della mifid ii*, 03/08/2023 ESMA35-43-3448, 12.

²⁰ La divergenza tra le due definizioni è sottolineata da Zetzsche, Anker-sorensen, *Regulating sustainable finance*, cit., 68, e da D. Ramos Muñoz, M. Lamandini, M. Siri, *The current Implementation of the Sustainability-related Financial Disclosures Regulation (SFDR)*, publication for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Qua-

nozione di investimento sostenibile sotto il profilo *environmental* che deve guidare le imprese nei processi di *product governance*.

Inoltre, manca qualsiasi parametro per individuare il *target market* dei prodotti finanziari socialmente sostenibili, dato che il processo di emanazione di un nuovo regolamento europeo contenente una tassonomia degli investimenti socialmente sostenibili è attualmente fermo all'emanazione del Final Report sulla *Social Taxonomy* del Febbraio 2022 da parte della *Platform on Sustainable Finance*²¹, nonostante il Comitato Economico e Sociale Europeo (CESE) avesse segnalato l'esigenza di una rapida introduzione della tassonomia sociale anche per affrontare tempestivamente condotte di *social-washing*²².

Non è un caso che l'incertezza dei criteri alla stregua dei quali individuare il *target market* stia inducendo molti *manufacturers* ad astenersi dal dichiarare il loro prodotto finanziario sostenibile, per proteggersi da potenziali rischi di responsabilità civile²³. A tali rischi, peraltro, si aggiunge l'incertezza della disciplina cui soggiace la responsabilità civile dei "produttori", essendo una materia non regolata dal legislatore europeo ma rimessa ai singoli Stati membri dell'UE. Nel nostro ordinamento la questione è peraltro oggetto di tesi radicalmente diverse, potendosi distinguere tra chi ritiene la violazione degli obblighi di *product governance* generi una responsabilità oggettiva dell'impresa ai sensi dell'art. 2049 c.c., quale padrone o committente²⁴, e chi invece ritiene che generi una responsabilità precontrattuale ai sensi degli artt. 1175 e 1337 c.c.²⁵.

Radicalmente diversa è l'ampiezza del rischio di impresa e, sotto il profilo organizzativo, del rischio legale, nell'uno o dell'altro caso: la responsabilità *ex art. 2049 c.c.*, che pare maggiormente coerente con la configurazione di una

lity of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, 2024, 38-39. Non a caso l'ESMA ha suggerito di eliminare la definizione di investimenti sostenibili di cui all'art. 2 del reg. UE 2019/2088: *ESMA Opinion, Sustainable investments: Facilitating the investor journey - A holistic vision for the long term*, 24 July 2024, ESMA36-1079078717-2587, 4 ss.

²¹ *Platform on sustainable finance, Final Report on Social Taxonomy, February 2022*, 2 s.

²² *Parere del Comitato economico e sociale europeo sul tema: «Tassonomia sociale — Sfide e opportunità» (parere d'iniziativa) (2022/C 486/03)*, par. 1.3 e 3.3.

²³ Siri, Zhu, *op. cit.*, 36-37.

²⁴ A. Perrone, *Considerazioni in materia di product governance*, in www.dirittobancario.it, settembre 2019, 2.

²⁵ P. E. Corrias, *Value for money, product governance e obbligo di adeguatezza nel mercato assicurativo: uno sguardo d'insieme*, in *Le clausole generali nel diritto dell'economia*, a cura di R. Lener, A. Sciarone Alibrandi, M. Rabitti, F. Sartori, Torino, 2023, 100 ss.

responsabilità parimenti oggettiva dell'intermediario per fatto del promotore finanziario all'art. 31 t.u.f., non esclusa nemmeno da illeciti penali²⁶, non ammette prova contraria salvo solo il caso fortuito²⁷.

L'incertezza del dato normativo e del regime dell'*enforcement* privatistico induce a vanificare una delle funzioni della *product governance*, cioè la prevenzione di controversie, la riduzione del rischio legale e il beneficio reputazionale derivante dalla realizzazione di un prodotto conformato al mercato di riferimento²⁸. Non a caso il report finale della *European Banking Authority* sul *greenwashing* ha evidenziato che il rischio maggiore per enti creditizi e imprese di investimento derivante dal *greenwashing* sia proprio quello reputazionale, oltre al rischio operativo e a quello legale²⁹.

Ne consegue che il giudizio sulla corretta attuazione degli obblighi di *product governance* dovrà essere condotto valorizzando il principio di proporzionalità, richiamato con riferimento all'attuazione della *product governance* dal par. 37 degli orientamenti emanati dall'ESMA sul governo del prodotto e dal considerando 18 della direttiva delegata MiFID II³⁰.

Alla mancanza di parametri legali certi si aggiunge il trattamento normativo diverso che il legislatore europeo riserva ai distributori di prodotti assicurativi. Il reg. delegato UE 2021/1257, inserendo un nuovo art. 5, par. 2, nel reg. delegato UE 2017/2358, esenta il produttore di prodotti assicurativi dall'obbligo di individuare il *target market negativo* per i prodotti "sostenibili", ma non il distributore, il quale per i prodotti assicurativi, a differenza del distributore di strumenti finanziari, deve individuare un *target market negativo* ai sensi del nuovo art. 8, par. 3 reg. delegato UE 2017/2358.

²⁶ V. Trib. Piacenza 28 ottobre 2015, n 804, in *Corr. giur.*, 2016, 1369 s., con nota di S. Garreffa, *La responsabilità dell'intermediario finanziario per il fatto illecito del promotore*, ivi, 1371 s.

²⁷ In giurisprudenza v. *ex multis* Cass., 25-7-2024, n. 20799, in *One Legale*.

²⁸ Perrone, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, cit., 1 s., spec. 8; di recente Petrosino, *Le regole di product governance*, cit., 143.

²⁹ European Banking Authority, *Greenwashing monitoring and supervision. Final report, EBA/REP/2024, 09*, 1 s., spec. 22-23.

³⁰ V. Esma, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti*, cit., 9, 13,16 (alla nota 22), 19,25, 29. Sull'importanza del principio di proporzionalità in materia finanziaria v. C. Zilioli, *Proportionality as the Organizing Principle of European Banking Regulation* (July 5, 2019). *Zentralbanken, Währungsunion und stabiles Finanzsystem (in the honor of Helmut Siekmann)*, Eds: Th. Baums, H. Remsperger, M. Sachs, V. Wieland, Duncker & Humblot, 2019, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3415468>, 1 s.

Tale diverso trattamento normativo non convince del tutto: è vero che l'inversione del ciclo produttivo e l'anticipazione del calcolo dei rischi fanno sì che la distribuzione di un prodotto assicurativo all'interno del mercato negativo possa incidere sul sinallagma tra premi e rischi, compromettendo la continuità dell'attività assicurativa³¹. Tuttavia, anche la distribuzione di strumenti finanziari che non soddisfino le preferenze di sostenibilità dei clienti, o che non considerino i fattori di sostenibilità, può avere conseguenze macro-economiche, incidendo sulla fiducia degli investitori e sulla stabilità del sistema finanziario; peraltro, come conferma anche l'art. 11, comma 4, lett. c) del reg. Ivass 45/2020, il divieto di distribuzione nel *target market* negativo riguarda anche i prodotti di investimento assicurativi, nei quali cioè l'ammontare dell'indennizzo assicurativo dipende dall'esito dell'investimento dei premi assicurativi sul mercato finanziario, rischio che grava dunque sul cliente e non sull'impresa³². Tali previsioni, dunque, rischiano di produrre un trattamento normativo ingiustificatamente diverso tra strumenti finanziari e prodotti di investimento assicurativi; sarebbe stato preferibile, dunque, prevedere anche per le imprese di investimento distributrici, proprio perché esse operano all'interno di un *target market* concreto, l'obbligo di individuare un *target market negativo* ove è vietato distribuire gli strumenti finanziari "sostenibili".

3. – Proseguendo lungo la filiera dei servizi di investimento, si può evidenziare come anche gli obblighi di trasparenza sulla sostenibilità dei prodotti finanziari gravanti sugli intermediari distributori non siano pienamente delineati, soprattutto nel loro ambito applicativo.

Iniziando dalla fase precontrattuale, occorre distinguere tra i prodotti che hanno come loro obiettivo primario un investimento sostenibile ("*dark green*") e i prodotti che, più semplicemente, hanno delle caratteristiche connesse alla sostenibilità ("*light green*")³³.

³¹ Petrosino, *op. cit.*, 70-71.

³² Sui prodotti assicurativi di investimento v. G. Marino, *Il contratto di investimento assicurativo all'intersezione tra ordinamento assicurativo e finanziario*, in *Jus civile*, 2020, 1595 s.; E. Lucchini Guastalla, *La polizza unit linked tra causa finanziaria e causa assicurativa*, in *Nuova giur. comm.*, 2019, 983 s.

³³ V. D. Busch, *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2023, 309 s.; Davola, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili*, cit., 523 s.

Mentre i primi sono disciplinati dall'art. 9 del reg. Ue 2019/2088, i secondi sono regolati dall'art. 8 del medesimo regolamento e questi ultimi hanno un livello di sostenibilità inferiore, come si evince dal fatto che questi ultimi non soggiacciono al principio "*do not significant harm principle*" e, di conseguenza, potrebbero anche arrecare danno ad un obiettivo di sostenibilità sociale o ambientale³⁴.

Ebbene, in tali casi l'informativa precontrattuale deve contenere informazioni su come le caratteristiche di sostenibilità sono rispettate (art. 8, par. 1, lett. a), reg. Ue 2019/2088) o su come l'obiettivo di sostenibilità è raggiunto (art. 9, par. 2, reg. Ue 2019/2088), eventualmente fornendo informazioni sull'indice di riferimento. Tali obblighi di trasparenza precontrattuale però non si applicano alla fornitura di tutti i servizi di investimento elencati dall'art. 1, comma 5, t.u.f., essendo certamente esclusa la fornitura di tali informazioni nell'ambito dei servizi prettamente esecutivi, come l'esecuzione di ordini per conto dei clienti e la ricezione e trasmissione di ordini, che escludono per definizione una valutazione dell'adeguatezza dell'investimento.

Non è invece chiaro se gli obblighi informativi previsti dagli artt. 8 e 9 citati a livello di prodotto si applichino anche al servizio di consulenza finanziaria, poiché il riferimento ivi contenuto al prodotto finanziario e agli indici di riferimento pare infatti circoscriverne l'applicazione al servizio di gestione di portafoglio.

La dottrina ha osservato che, a monte, la nozione di investimento sostenibile di cui all'art. 2, n. 17, reg. Ue 2019/2088 è alquanto generica e pare riferirsi solo ai prodotti finanziari inseriti in un portafogli, non invece ad azioni, obbligazioni e in genere agli strumenti finanziari³⁵, oggetto di regolazione da parte della MiFID II. Invero, ai sensi dell'art. 2, n. 12, reg. Ue 2019/2088 nella definizione di prodotto finanziario rientrano: i portafogli gestiti ai sensi dell'art. 4, par. 1, punto 8 della dir. 2014/65 UE; i fondi di investimento alternativi; i prodotti di investimento assicurativo (IBIP); i prodotti pensionistici; gli schemi pensionistici; gli OICVM o i prodotti pensionistici individuali paneuropei (PEPP)³⁶. Sono tutti servizi che implicano

³⁴ Busch, *Eu Sustainable Finance Disclosure Regulation*, cit., 309.

³⁵ Macchiavello, "*Greenwashing*" in *investment intermediation*, cit., 16.

³⁶ Sui PEPP sia consentito il rinvio a 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, 1, 114 s.

un investimento diversificato in più prodotti finanziari, individualmente o in monte nell'interesse di più clienti.

Ai sensi dell'art. 8, par. 2, i soggetti obbligati alla comunicazione delle caratteristiche ambientali o sociali dei prodotti sono i partecipanti ai mercati finanziari, tra i quali rientrano ai sensi dell'art. 2, Reg. Ue 2019/2088 il gestore di portafogli, non invece il consulente finanziario.

Tale interpretazione, sebbene relativa solo all'art. 8 e non all'art. 9, pare confermata dal fatto che, quanto il legislatore europeo ha voluto gravare i consulenti finanziari di obblighi informativi, lo ha fatto espressamente all'art. 6, ma in questo caso prevedendo solo l'obbligo di inserire nell'informativa precontrattuale gli eventuali rischi di sostenibilità, cioè gli eventi ambientali, sociali o di *governance* che possono avere un impatto negativo sull'investimento.

Ancora, gli obblighi di *mandatory disclosure* previsti dagli artt. 6, 7, 8 e 9 del reg. UE 2019/2088 non gravano sui prestatori di servizi per le cripto-attività. 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 mercati finanziari di cui all'art. 2, n. 1, reg. UE 2019/2088, le cripto-attività invece non rientrano nella definizione di prodotto finanziario contenuta nel n. 12 dell'articolo da ultimo citato³⁷.

Anche in materia di obblighi informativi, dunque, la normativa sulla finanza sostenibile si caratterizza per una mancanza di coordinamento con la normativa generale prevista dalla MiFID II e con altri plessi normativi, con conseguente creazione di arbitraggi normativi – tra la gestione di portafogli di investimento e la consulenza finanziaria e tra cripto-attività e prodotti finanziari – privi di una *ratio* giustificatrice³⁸. Basti pensare che la consulenza e la gestione di portafogli, pur essendo sottoposti ad obblighi di assistenza del cliente del tutto omogenei, come la valutazione dell'adeguatezza dell'investimento, ora anche sotto il profilo della sostenibilità, sembrano ora assoggettati ad obblighi di *disclosure* diversi, peraltro sempre adempiuti attra-

³⁷ Busch, *op. cit.*, 323-324; F. Riganti, *Cripto-attività e finanza sostenibile: gli "opposti" (non) si attraggono?* in *Riv. dir. banc.*, 2024, 35 ss.; G. Mattarella, *Sostenibilità e servizi di investimento tra selezione avversa, vaghezza normativa e regolazioni settoriali*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, 557-558.

³⁸ V. le riflessioni svolte in G. Mattarella, *Sostenibilità e servizi di investimento tra selezione avversa, vaghezza normativa e regolazioni settoriali*, cit., 541 ss.; v. i rilievi di Riganti, *Cripto-attività e finanza sostenibile*, cit., 15 ss.; cfr. F. Vella, *Sostenibilità bancaria?* in *Banca impr. soc.*, 2024, 5 ss.

verso le informative precontrattuali previste dalla MiFID II ³⁹, che a seconda del servizio svolto avranno un contenuto diverso.

4. – Anche il basso livello di conoscenza della finanza ESG, persino nei paesi con un alto livello di alfabetizzazione finanziaria ⁴⁰, e la carenza di informazioni sulla sostenibilità creano un'eccessiva discrezionalità degli intermediari nei processi di *product governance* e di valutazione dell'adeguatezza, discrezionalità 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 ⁴¹.

Nell'ottica di incrementare l'alfabetizzazione finanziaria deve salutarci con favore l'approvazione del DDL c.d. "capitali", il cui art. 25, modificando gli artt. 1 e 3 della legge del 19 agosto 2019, n. 92, introduce l'educazione finanziaria tra i temi oggetto di studio nell'ambito dell'insegnamento dell'educazione civica, con riferimento anche alle nuove forme di economia e finanza sostenibile ⁴².

Al contrario, l'applicazione della dir. 2022/2464/UE, in vigore sin dal 1 gennaio 2024 che prevede dal 2025 l'obbligo di pubblicare i report di sostenibilità, non pare in grado almeno nell'immediato di ridurre la scarsità informativa sui fattori ESG e la conseguente *adverse selection* tra i prodotti finanziari realmente sostenibili e quelli asseritamente tali.

Ciò che emerge, infatti, è una mancanza di coordinamento tra il reg. UE 2019/2088, introduttivo degli obblighi di *disclosure* in capo ai partecipanti ai mercati finanziari, e la dir. 2022/2464/UE. Invero, come riconosce il considerando 21 della dir. 2022/2464, «poiché i rischi legati alla sostenibilità sono sempre più rilevanti e tenuto conto del fatto che le piccole e medie imprese con valori mobiliari ammessi alla negoziazione in mercati regola-

³⁹ MACCHIAVELLO, *op. cit.*, 14.

⁴⁰ 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.; v. Esmā, *Progress report*, cit., 56-57; v. M. Cossu, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021, 1281 s.

⁴¹ V. in generale F. Annunziata, D. Colonnello, A. Lupoi, *La mappatura dei prodotti finanziari nella prospettiva della tutela del risparmiatore*, in *Quaderno Giuridico Consob n. 28*, aprile 2023, 32 ss.

⁴² Sul ruolo dell'educazione finanziaria v. in generale E. Righini, *Educazione finanziaria. Uno strumento per cittadini, risparmiatori e mercati*, Milano, 2019, 21 s.

ti dell'Unione rappresentano una quota significativa di tutte le imprese con valori mobiliari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati dell'Unione, al fine di tutelare gli investitori è opportuno prevedere che anche le piccole e medie imprese [...] con valori mobiliari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati dell'Unione comunicino informazioni sulle questioni di sostenibilità. L'introduzione di tale obbligo contribuirà a garantire che i partecipanti ai mercati finanziari possano includere imprese di minori dimensioni con valori mobiliari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati dell'Unione nei portafogli di investimento, in virtù del fatto che tali imprese comunicano le informazioni sulle questioni di sostenibilità di cui i partecipanti ai mercati finanziari hanno bisogno». Come del resto riconosce il citato considerando 21 nel prosieguo, «l'introduzione di tale obbligo di comunicare informazioni sulle questioni di sostenibilità per le piccole e medie imprese [...] con valori mobiliari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati dell'Unione è necessaria anche per garantire che i partecipanti ai mercati finanziari ottengano dalle imprese partecipate le informazioni di cui necessitano per poter adempiere ai propri obblighi di informativa previsti dal regolamento (UE) 2019/2088».

A tali condivisibili premesse però non è seguita una regolazione degli obblighi di *report* di sostenibilità che consenta il corretto adempimento non solo degli obblighi di *disclosure* di cui al reg. 2019/2088, ma anche degli obblighi di considerare i fattori e le preferenze di sostenibilità nella valutazione dell'adeguatezza e nella *product governance*.

Si consideri che ai sensi dell'art. 1, par. 1, reg. UE 2023/2859, il termine per la costituzione del punto di accesso unico (ESAP) alle informazioni sui servizi finanziari, sui mercati dei capitali e sulla sostenibilità è il 10 luglio 2027. Inoltre, 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. Di conseguenza, attualmente mancano le informazioni ESG necessarie per una corretta esecuzione degli obblighi di *product governance* e di valutazione dell'adeguatezza, con conseguente rischio di selezione avversa tra imprese e prodotti finanziari ⁴³.

⁴³ T. Loizzo, F. Schimperia, *Esg disclosure: regulatory framework and challenges for italian banks*, in *Questioni di Economia e Finanza (occasional papers)*, 744, 2022, 24. Sul ruolo dell'informazione

Al contrario, l'assenza di coordinamento tra il SFDR e la CSRD ha creato una duplicazione degli obblighi di informazione al mercato in capo a imprese di grandi dimensioni, come banche ed assicurazioni. Queste ultime, infatti, rientrano sia tra le imprese, di cui all'art. 1 CSRD, obbligate alla pubblicazione della relazione sulla sostenibilità di cui all'art. 19-bis dir. UE 2013/34, sia tra i partecipanti ai mercati finanziari obbligati, ai sensi degli artt. 2, par. 1, 3, 4 e 5, SFDR, a pubblicare la dichiarazione sulle proprie politiche di integrazione dei rischi di sostenibilità nelle decisioni di investimento e la dichiarazione sull'impatto delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità.

Dato che l'informazione societaria comporta dei costi⁴⁴, sarebbe stato preferibile coordinare il contenuto di tali obblighi informativi, evitando di imporre la fornitura delle stesse informazioni con più canali informativi⁴⁵, dato che l'indicazione, nella relazione sulla sostenibilità di cui all'art. 19-bis CSRD, della strategia aziendale in relazione ai rischi di sostenibilità e all'impatto sulla sostenibilità dell'impresa, sostanzialmente coincide con l'indicazione sui propri siti web delle proprie politiche su tali questioni.

Sotto un altro profilo, nonostante la segnalata esigenza di un'informazione al mercato sulla sostenibilità maggiormente standardizzata e, dunque, comparabile⁴⁶, l'art. 19-*bis*, par. 6 della dir. 2022/2464 consente alle piccole e medie imprese, agli enti piccoli e non complessi definiti all'articolo 4, paragrafo 1, punto 145, del reg. UE 575/2013, alle imprese di assicurazione captive di cui all'art. 13, punto 2), della dir. 2009/138/CE e all'art. 13, punto 5), della suddetta direttiva, di limitare le informazioni contenute nella rendicontazione di sostenibilità; è consentito, ad esempio, di escludere le informazioni sul ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo relativamente alle questioni di sostenibilità e sulle loro competenze e capacità in relazione allo svolgimento di tale ruolo o sull'accesso di tali organi alle suddet-

nei mercati finanziari v., senza pretesa di completezza, F. H. Easterbrook, D. R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, in *Virginia Law Review*, 1984, 669 s.; F. Sartori, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, 58 s.; A. Perrone, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, 2 s.; P. Lucantoni, *L'informazione da prospetto. Struttura e funzione nel mercato regolato*, Milano, 2020, 41 s.

⁴⁴ G. Ferrarini, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 203 ss.

⁴⁵ Il rischio di sovrapposizioni è evidenziato da D. Ramos Muñoz, M. Lamandini, M. Siri, *op. cit.*, 48, 652.

⁴⁶ V. Zetsche, Anker-Sorensen, *op. cit.*, 48 s., spec. 70 s.

te competenze e capacità, o di escludere le informazioni sull'esistenza di sistemi di incentivi, connessi alle questioni di sostenibilità, che sono destinati ai membri degli organi di amministrazione, direzione e controllo.

5. – Passando dalla fase precontrattuale a quella contrattuale, va detto che l'art. 54, par. 10, reg. delegato Ue 2017/565, come modificato dal reg. delegato 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. 2020/852 e di dati sull'impatto della sostenibilità sul rendimento⁴⁷, un'interpretazione eccessivamente rigida di tale divieto potrebbe a fenomeni di *mis-selling*, conducendo a perdite finanziarie per gli investitori.

Ed infatti, un'interpretazione letterale potrebbe indurre le imprese di investimento in sede di valutazione dell'adeguatezza a sovrastimare i fattori di sostenibilità degli strumenti finanziari raccomandati al cliente, tramite ad esempio la nota prassi del *cherry-picking*, soprattutto nel caso in cui il cliente non intenda adattare le proprie preferenze di sostenibilità⁴⁸.

Come è stato osservato, inoltre, 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 previsti⁴⁹.

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 mercato⁵⁰.

Onde evitare tali esternalità negative occorre valorizzare la clausola generale dell'agire nel miglior interesse del cliente (art 21 TUF), ritenendo che anche l'inserimento nel portafogli di investimento di strumenti finanziari non sostenibili sia in linea teorica ammesso, qualora sia funzionale per la diversificazione del portafoglio, non altrimenti ottenibile, e per evitare, dun-

⁴⁷ Zetzsche, Anker-Sorensen, *op. cit.*, 47 s., spec. 72-73.

⁴⁸ V. Esma, *Progress report on greenwashing*, cit., 56. Il *cherry picking* sembra peraltro un fenomeno diffuso anche a livello di informazione societaria: Esma, *op. ult. cit.*, 39-40, anche alla nota 80.

⁴⁹ M. Arrigoni, *op. cit.*, 265-266.

⁵⁰ Arrigoni, *Finanza sostenibile, servizi di investimento*, cit., 265-266.

que, un'eccessiva concentrazione dei rischi sia finanziari sia, più specificamente, di transizione⁵¹.

Il vero punto dolente, però, è quello dei rimedi esperibili dal cliente qualora gli strumenti finanziari non corrispondano alle sue preferenze di sostenibilità, trattandosi di una questione non affrontata né dal regolamento tassonomia, né dal reg. 2019/2088 UE, né dal reg. 2021/1253 UE, e che si aggiunge all'omessa regolazione delle conseguenze civilistiche della scorretta esecuzione degli obblighi di *product governance* dei prodotti finanziari, sostenibili e non.

Il rendimento e la sostenibilità degli strumenti finanziari sono infatti due profili diversi, cosicché è ben possibile che il cliente non abbia sofferto alcun danno patrimoniale a causa della scorretta valutazione dell'adeguatezza⁵² o, a monte, della scorretta attuazione degli obblighi di *product governance*.

In caso di assenza o di minore sostenibilità dello strumento finanziario rispetto alle attese del cliente è possibile annullare il contratto per errore, ma si tratta di un rimedio non adeguato dati i conseguenti effetti restitutori⁵³.

Invero, un contratto concluso per effetto di una valutazione di adeguatezza scorretta impedisce di comprendere le caratteristiche essenziali dei prodotti, generando un errore, essenziale sull'oggetto del contratto (art. 1429, comma I, n. 1 c.c.) o, comunque, sull'identità o su una qualità dell'oggetto della prestazione (art. 1429, comma II, n. 2 c.c.)⁵⁴; l'errore normalmente è anche riconoscibile *ex art.* 1431 c.c., dato che l'intermediario è tenuto, secondo la diligenza professionale, a verificare che le informazioni in ordine alle caratteristiche essenziali del prodotto siano comprese e che il cliente non stipuli per errore⁵⁵.

Tuttavia, come riconosciuto dalla Corte di giustizia in materia di clausole abusive nei contratti di credito, la caducazione del contratto – in quel caso, la nullità – non è un rimedio effettivo ai sensi degli artt. 38 e 47 Carta dir. UE, perché comporta l'immediata restituzione delle somme versate in esecu-

⁵¹ V. Arrigoni, *op. cit.*, 268 s., spec. 277-278; v. Esma, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della mifid ii*, 03/04/2023, esma35-43-3172, 4 s.

⁵² Busch, *op. cit.*, 326.

⁵³ In tal senso D. Busch, *op. cit.*, 326-327.

⁵⁴ R. Natoli, "Le spiegazioni adeguate", relazione al Convegno di Rovigo del 24 Ottobre 2014 su "La nuova disciplina europea dei contratti di credito stipulati per finanziare l'acquisto di immobili. La direttiva 2014/17/UE e la sua attuazione nell'ordinamento italiano.

⁵⁵ Natoli, "Le spiegazioni adeguate", cit.

zione del contratto, cioè capitale e interessi, dissuadendo il consumatore dall'esercizio dell'azione ⁵⁶.

Non a caso il rimedio effettivo in materia di clausole abusive "essenziali" viene solitamente individuato nell'integrazione del contratto col diritto dispositivo, quale forma di risarcimento in forma specifica ⁵⁷.

Si potrebbe sostenere che le preferenze di sostenibilità del cliente "colorino" la causa concreta del contratto di gestione di portafoglio e delle singole operazioni di investimento, e che l'inadeguatezza dello strumento finanziario sotto il profilo della sostenibilità comporti il venir meno di tale causa concreta. Tuttavia, tale conclusione scarsamente convincente, quand'anche non la si ritenesse in contrasto con la distinzione tra violazione di regole di comportamento e violazione di regole di validità ⁵⁸, non sarebbe, come l'annullabilità, nell'interesse

⁵⁶ S. Pagliantini, *Effettività della tutela giurisdizionale, consumer welfare e diritto europeo dei contratti nel canone interpretativo della Corte di Giustizia: traccia per uno sguardo di insieme*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 821 s., spec. 826-827; sul principio di effettività v. anche N. Reich, *The Principle of Effectiveness and EU Contract Law*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2013, 337 s.

⁵⁷ Pagliantini, *Effettività della tutela giurisdizionale*, cit., 804 s.; il primato del risarcimento in forma specifica è evidenziato da A. Plaia, *Profili evolutivi della tutela contrattuale*, in *Eur. dir. priv.*, 2018, 69 s.

⁵⁸ V. Cass., Sez. Un., 19-12-2007, n. 26724 e 26725, in *Nuova giur. comm.*, 2008, 432 s., con nota di U. Salanitro, *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle sezioni unite*, ivi. Tale giurisprudenza è commentata tra gli altri anche da A. Gentili, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, 393 s.; A. Albanese, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività d'intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi*, in *Corr. giur.*, 2008, 107 s.; D. Maffei, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, 11 marzo 2008, in www.ilcaso.it; F. Prospero, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725)*, in *Contr. e Impr.*, 2008, 936 s. Sul tema, anche con riferimento alla giurisprudenza successiva alle sezioni unite, v. in generale A. Tucci, *Il contratto inadeguato e il contratto immeritevole*, in *Contr. e Impr.* 2017, 921 s., spec. 950, ove afferma che «parrebbe corretto enunciare la regola (finora inespressa), secondo la quale la violazione delle regole di condotta, da parte degli intermediari, può condurre alla nullità dei contratti che danno veste giuridica alle singole operazioni di investimento, allorché il comportamento contra legem penetri, snaturandola o, comunque, viziandola, nella causa del singolo contratto, conducendo a una valutazione, in termini di non meritevolezza, del complessivo assetto di interessi concretamente realizzato». V. F. Piraino, *Critica della causa al servizio dell'adeguatezza in concreto del contratto. Il caso dell'assicurazione della responsabilità civile con copertura claims made*, in *Eur. dir. priv.*, 2019, 1084 s., critico sull'utilizzo improprio della teorica della causa in concreto da parte della giurisprudenza in materia di clausole *claims made*, che per l'A. finisce per sindacare l'equilibrio economico del contratto.

del cliente per gli *effetti* restitutori conseguenti, soprattutto nel caso in cui gli strumenti finanziari si siano dimostrati adeguati sotto il profilo finanziario.

Il rilievo del disinteresse del cliente alla caducazione del contratto pare dirimente anche per escludere che del diritto all'autodeterminazione della persona, il quale pur non espressamente enunciato dalla Costituzione è tutelato dagli artt. 2, 13 e 32 Cost.⁵⁹, o dell'art. 41, 2° comma, Cost., che tutela l'ambiente, possa farsi applicazione diretta/orizzontale in termini di *unmittelbare Drittwirkung*, seguendo una tesi minoritaria seppur autorevole, che in tal caso condurrebbe a sindacare la validità del contratto che non consideri o travisi le preferenze di sostenibilità del cliente⁶⁰.

Tale tesi, già di per sé difficilmente condivisibile in quanto gravemente lesiva della certezza del diritto alla luce della natura generica dei diritti e dei principi costituzionali, potenzialmente applicabili a qualunque fattispecie⁶¹, è ancor meno condivisibile se applicata ai contratti dei mercati regolati: ciò non solo perché questi sono conclusi "in serie" con una moltitudine di clienti, ma soprattutto perché in contrasto con le esigenze di certezza delle negoziazioni, stabilità del mercato e fiducia degli investitori, esigenze rientranti peraltro tra gli obiettivi della vigilanza e che non possono che guidare l'interpretazione dei rimedi⁶².

⁵⁹ Cass., 5-9-2022, n. 26104, in *Danno e resp.*, 2022, 715 ss., con nota di G. Spoto, *Il consenso informato e la responsabilità del medico*, ivi, 718 s., spec. 721; Cass., 11-11-2019, n. 28985, in *Corr.giur.*, 2020, 348 s., con nota di G. Facci, *San martino, il consenso informato ed il risarcimento dei danni*, ivi, 353 s.; in dottrina C. Irti, *Il danno non patrimoniale da lesione del diritto all'autodeterminazione: danno in re ipsa?*, in *Giur. it.*, 2019, 292, nota 27.

⁶⁰ La tesi dell'*unmittelbare Drittwirkung* è stata espressa da una ordinanza della Corte costituzionale (Corte cost., 21-10-2013, n. 248, in *Contratti*, 2014, 926 s., con nota di G. D'Amico, *Applicazione diretta dei principi costituzionali e nullità della caparra confirmatoria "eccessiva"*, ivi, 927 s.) e in dottrina da P. Perlingieri, *Norme costituzionali e rapporti di diritto civile*, in *Rass. dir. civ.*, 1990, 120 s. Tale tesi pare ripresa da M. Passalacqua, *Operazioni di credito sostenibili: fattori ambientali, sociali e di governance*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, Marzo 2024. A trent'anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time, Atti del Convegno Banca d'Italia-ADDE, Roma, 11-12 dicembre 2023*, 239-240, sostenendo appunto un'applicazione diretta dell'art. 41, 2° comma Cost. quale parametro di validità dei contratti. In senso contrario al sindacato degli atti di autonomia privata sulla base del principio dello sviluppo sostenibile v. B. Servida, *Sostenibilità ambientale, autonomia privata e private regulation*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, marzo 2024, 1 ss., spec. 10 s.

⁶¹ G. D'Amico, *Applicazione diretta dei principi costituzionali e nullità della caparra*, cit., 933-934.

⁶² Il nesso tra finalità della vigilanza, tutela dell'integrità dei mercati e rimedi è stato individuato da R. Natoli, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di*

Residua la possibilità per il cliente le cui preferenze di sostenibilità non siano state correttamente valutate di esperire l'azione di risarcimento del danno non patrimoniale; tale azione non è ostacolata dalla circostanza che il danno consegue ad un inadempimento *ex art.* 1218 c.c., il quale secondo la migliore dottrina e giurisprudenza può obbligare al risarcimento dal danno non patrimoniale qualora il contratto sia volto a soddisfare interessi di tal fatta⁶³, come appunto il contratto relativo all'acquisto di strumenti finanziari volti a considerare i fattori di sostenibilità.

Come detto, però, l'omessa o l'inadeguata considerazione delle preferenze di sostenibilità del cliente rileva astrattamente quale violazione del diritto all'autodeterminazione della persona, il quale pur non espressamente enunciato dalla Costituzione può ritenersi tutelato dagli artt. 2, 13 e 32 Cost.⁶⁴. Tale principio, pur non potendo costituire parametro diretto di validità degli atti di autonomia privata – e quindi dei contratti e delle singole operazioni di acquisto di strumenti finanziari –, potrebbe certamente però integrare le clausole generali dell'adeguatezza e del miglior interesse del cliente (art. 21 TUF), orientandone cioè l'interpretazione optando per

assicurazione, Milano, 2012, 109-110.

⁶³ In dottrina F. Tescione, *Il danno non patrimoniale da contratto*, Napoli, 2008, 44 s.; A. M. Benedetti, *Pregiudizi anticontrattuali e danno non patrimoniale da inadempimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 1 s.; E. Navarretta, *Il danno non patrimoniale contrattuale. Profili sistematici di una nuova disciplina*, in *Persona e Mercato*, 2011, 185 s.; in giurisprudenza Cass. sez. un., 11-11-2008, nn. 26972, 26973, 26974, 26975, in *One Legale*; per un commento v. F. D. Busnelli, *Le sezioni unite e il danno non patrimoniale*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 97 s.; A. Procida Mirabelli di Lauro, *Il danno non patrimoniale secondo le sezioni unite. Un "de profundis" per il danno esistenziale*, in *Danno e resp.*, 2009, 32 s. v. però M. Barcellona, *Il danno non patrimoniale*, Milano, 2008, 80 s., spec. 95, ove si ritiene che il risarcimento del danno non patrimoniale in materia contrattuale sia ammissibile «a) nell'ipotesi in cui l'integrità fisica e la personalità morale di un contraente rimangono esterne al contratto ma l'esercizio dei poteri che da esso derivano necessariamente refluisce su di esse; b) nell'ipotesi in cui, al contrario, l'oggetto stesso della prestazione dovuta abbia a che vedere con il benessere e/o con la qualità della vita del contraente deluso o, addirittura, con la sua stessa integrità psico-fisica, con la sua stessa salute».

⁶⁴ Cass., 5-9-2022, n. 26104, in *Danno e resp.*, 2022, 715 ss., con nota di G. Spoto, cit., 718 s., spec. 721; Cass., 11-11-2019, n. 28985, in *Corr.giur.*, 2020, 348 s., con nota di G. Facci, cit., 353 s.; in dottrina C. Irti, cit., 292, nota 27.

In senso contrario v. R. Natoli, *Adeguatezza e cura dell'interesse del cliente sono clausole generali?* in *Le clausole generali nel diritto dell'economia*, Torino, 2024, a cura di R. Lener, A. Sciarone Ali-brandi, M. Rabitti, F. Sartori, 85 s., per il quale l'adeguatezza non è una clausola generale ed è oggetto di un'opera di integrazione da parte dei regolamenti delle Autorità indipendenti.

quella che soddisfi sia l'interesse finanziario sia le preferenze di sostenibilità dell'investitore.

Del resto secondo la dottrina prevalente i diritti fondamentali producono prevalentemente efficacia nei rapporti orizzontali proprio quali canoni ermeneutici delle clausole generali, come la buona fede⁶⁵.

Tuttavia, non sono esenti da difficoltà l'allegazione e la prova del danno corrispondente al disagio patito dall'investitore per l'inadeguatezza degli strumenti finanziari sottoscritti a realizzare obiettivi di sostenibilità, in quanto nei relativi giudizi occorrerebbe dimostrare la serietà del pregiudizio sofferto o, in altri termini, la sussistenza di un qualsivoglia danno conseguenza⁶⁶.

Invero, la giurisprudenza in materia di lesione del diritto all'autodeterminazione conseguente alla omissione di obblighi informativi, formatasi in materia di omessa acquisizione del consenso informato del paziente, ritiene in prevalenza che il danno in questione non sia *in re ipsa* nella lesione del diritto, ma che debba essere oggetto di puntuale allegazione in quanto per l'ordinamento oggetto di risarcimento è sempre il danno conseguenza⁶⁷.

Ne consegue che può crearsi un disincentivo al ricorso alla tutela giurisdizionale per il singolo cliente leso nelle proprie preferenze di sostenibilità, data la sproporzione tra il pregiudizio eventualmente patito, la possibilità di ottenere un risarcimento, i costi e i tempi di "erogazione" della tutela giurisdizionale.

⁶⁵ V. M. W. Hesselink, *The Horizontal Effect of Social Rights in European Contract Law*, in *Eur. dir. priv.*, 2003, 1 ss., spec. 5 s.; C. Mak, *Fundamental rights in European contract law: a comparison of the impact of fundamental rights on contractual relationships in Germany, the Netherlands, Italy and England*, Private law in European context series, vol. 12, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2008, 1 ss., spec. 45-182; H. Collins, *On the (In)compatibility of Human Rights Discourse and Private Law*, in *Constitutionalization of European Private Law*, a cura di H. Micklitz, Oxford, 2014, 26 s.; O. Cherednychenko, *Fundamental rights and private law: A relationship of subordination or complementarity?* in *Utrecht Law Review*, 2007, 1 s.; nella dottrina italiana v. G. D'Amico, *Applicazione diretta dei principi costituzionali e nullità della caparra confirmatoria eccessiva*, in *Contr.*, 2014, 916-937; Id., *Applicazione diretta dei principi costituzionali e integrazione del contratto*, in *Giust. civ.*, 2015, 247-273; Id., *Problemi (e limiti) dell'applicazione diretta dei principi costituzionali nel diritto privato (in particolare nei rapporti contrattuali)*, in *Giust. civ.*, 2016, 444 s.

⁶⁶ Carrisi, *La finanza sostenibile*, cit., 11.

⁶⁷ Cass., 12-6-2023, n. 16633, in *One Legale.*; Cass., 30-10-2023, n. 30032, in *One Legale*. Rimane pertanto isolato l'orientamento espresso da una pronuncia della Suprema Corte (Cass., 23-3-2018, n. 7260, in *Giur. it.*, 2019, 287 s., con nota, nel senso evidenziato nel testo, di Irti, *op. cit.*, ivi, 288) che, invece, pare ritenere implicito il danno nella lesione della libertà di compiere le proprie scelte di vita nell'ambito del percorso esistenziale.

In realtà, la lesione delle preferenze di sostenibilità dei clienti in sede di *product governance* o di valutazione dell'adeguatezza assume carattere quantitativamente e qualitativamente rilevante soprattutto se la si guarda sotto il profilo macro-economico, in quanto tale lesione, se diffusa, mina la fiducia degli investitori nel sistema finanziario e la stabilità di quest'ultimo⁶⁸.

Si tratta evidentemente degli obiettivi la cui cura è attribuita alla CONSOB e alla Banca d'Italia dall'art. 5 TUF; dalla significatività dal punto di vista macro-economico del *greenwashing* consegue dunque che la tipologia di *enforcement* più adeguata non può che essere quella pubblicitaria, che prescinde sia da una istanza della parte danneggiata sia dalla concreta sussistenza di un danno o dal suo ammontare⁶⁹.

Anche in materia di *greenwashing*, dunque, vi è spazio per un utilizzo degli strumenti di *public enforcement* in via "rimediale" delle carenze del *private enforcement* e a tutela anche di interessi dei risparmiatori, per effetto dell'inclusione tra gli obiettivi della vigilanza, sanciti dall'art. 5 TUF, della tutela degli investitori, secondo un modello efficacemente descritto dalla dottrina in altre fattispecie dei mercati regolati⁷⁰.

Ciò perché la considerazione dei fattori e delle preferenze di sostenibilità presenta ormai quel duplice rilievo sia sotto il profilo di regola organizzativa dell'attività di un'impresa che è soggetta alla vigilanza pubblica, sia di regola riferibili all'esecuzione del contratto fra intermediari e clienti, che è la cifra stilistica del diritto dei mercati regolati⁷¹.

⁶⁸ V. Esma, *Final Report on greenwashing. Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies"*, 4 June 2024 ESMA36-287652198-2699, 79; v. Eba, *greenwashing monitoring and supervision, Final report*, EBA/REP/2024/09, 10 e 25; v. con riferimento alle affermazioni ambientali negative Zoboli, *op. cit.*, 325: «esiste un interesse generale, indipendente dagli interessi specifici dei consumatori o delle imprese coinvolte nella condotta di volta in volta sotto indagine, a ridurre le affermazioni ambientali ingannevoli. La diffusione di tali affermazioni potrebbe infatti portare a una perdita della persuasività della comunicazione stessa e, di conseguenza, a una mancanza di fiducia nella maggioranza dei destinatari».

⁶⁹ In tal senso v. anche Macchiavello, *op. cit.*, 64.

⁷⁰ Si fa riferimento al saggio di A. Tucci, *Strumenti amministrativi e mezzi di tutela civilistica: verso un superamento della contrapposizione?* in *Riv. dir. banc.*, 2020, 75 ss. La preferibilità dell'*enforcement* pubblicitario della normativa sulla finanza sostenibile è sostenuta anche da Macchiavello, *op. cit.*, 63 s.

⁷¹ In tal senso Tucci, *Strumenti amministrativi e mezzi di tutela*, cit., 87; cfr. R. Natoli, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Mi-

Ed infatti, la valutazione dell'adeguatezza rileva non solo quale obbligo del singolo contratto di gestione di portafogli, ma quale procedura che deve essere a monte idonea ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività ai sensi dell'art. 21, comma 1, lett. d), TUF, ed il cui inefficiente svolgimento rileva nel giudizio di responsabilità contrattuale del singolo gestore, data la connessione tra l'organizzazione di impresa e il contratto di investimento⁷², ma soprattutto quale potenziale fonte di responsabilità idonea a generare provvedimenti sanzionatori pubblicistici.

Lo stesso vale per la *product governance*, che costituisce un presidio organizzativo tale da integrare poi anche «una necessaria fase di pre-adempimento che non è semplicemente prodromica all'offerta, ma, diversamente, diventa parte integrante dell'obbligazione contrattuale dell'intermediario»⁷³, o, detto altrimenti, la predisposizione di un adeguato apparato organizzativo interno rientra tra gli elementi del corretto adempimento⁷⁴.

Occorre però ricordare che l'intrinseca connessione tra il contratto e l'impresa e la conseguente duplice valenza delle regole organizzative dell'impresa, sul piano dell'attività e sul piano dell'adempimento degli obblighi contrattuali, non è certo una novità della normativa sui servizi di investimento introdotta dalla MiFID II. Invero, che il contratto nei mercati regolati non possa essere scisso da un'adeguata organizzazione d'impresa, ai sensi dell'art. 2086 c.c., è un principio affermato oltre un secolo fa da Cesare Vivante.

Vivante scriveva infatti che l'identità dei rapporti giuridici che sorgono fra l'impresa assicuratrice e gli assicurati «consiste in questo fenomeno che

lano, 2012, 77, per il quale pur essendo «esclusa la possibilità di ravvisare un nesso sistematico diretto, rilevante sotto il profilo civilistico, tra rispetto degli obblighi di vigilanza prudenziale da parte dei regolatori e rimedi in favore degli investitori [...] affermare che il bene fondamentale della fiducia degli investitori nel mercato dei capitali è protetto solo indirettamente dal sistema pubblicistico di vigilanza sull'integrità del mercato non mette in crisi il nesso comunque esistente tra le tradizionali anime della vigilanza [...] e la protezione dei risparmiatori».

⁷² U. Malvagna, *Organizzazione dell'impresa di investimento e giudizio di inadempimento nei servizi di gestione di portafogli*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, 257 ss., il quale evidenzia «l'intuizione fondamentale che sta alla base del ragionamento sviluppato dall'ACF, in precedenza riassunto, e che consiste nella volontà di valorizzare, sul piano del giudizio di responsabilità del gestore, l'intima connessione che nella fattispecie corrente sussiste tra la (organizzazione della) impresa e il contratto o, per essere più precisi, l'adempimento della prestazione caratteristica dell'impresa».

⁷³ Così Petrosino, *op. cit.*, 12.

⁷⁴ Petrosino, *op. cit.*, 12.

l'impresa può coprire con sicurezza i rischi altrui perché può raccogliere mercè le contribuzioni degli assicurati un fondo corrispondente al valore attuale delle somme che dovrà pagare più tardi»⁷⁵. Soprattutto, sottolinea l'Autore, «L'affare isolato di assicurazione, assunto isolatamente dal mercante [...] è ormai un anacronismo. Esso deve considerarsi come una forma imperfetta, sia economicamente che giuridicamente, del contratto di assicurazione»⁷⁶. Di conseguenza, «quel solo contratto è capace di produrre tutti gli effetti [...] di un contratto di assicurazione il quale sia assunto da un'impresa assicuratrice, cioè da un'impresa che esercita quell'industria formando coi versamenti degli assicurati un fondo di premi destinato a somministrare i capitali assicurati alle scadenze promesse»⁷⁷.

Ben prima della MiFID II, dunque, l'illustre Autore affermava che «l'esercizio effettivo e sistematico da parte di un'impresa non è dunque un fatto estraneo ai rapporti giuridici dei contraenti: esso è essenziale per l'adempimento dei diritti e delle obbligazioni [...] perché se l'impresa cessasse di esercitare la sua industria, la sicurezza dell'assicurato verrebbe meno»⁷⁸.

Alla luce delle riflessioni svolte, in presenza di timori significativi per la protezione degli investitori o di una minaccia per l'ordinato funzionamento del mercato finanziario connessi al *greenwashing*, la Consob o l'ESMA potranno vietare o limitare la commercializzazione, la distribuzione o la vendita degli strumenti finanziari interessati da tale pratica, ai sensi degli artt. 40 e 42, reg. UE 600/2014. Dall'attuale incompletezza del quadro normativo in materia di finanza sostenibile, privo di strumenti effettivi *enforcement* privatistico, discende la sussistenza, quasi *in re ipsa*, del requisito di cui agli artt. 40, par. 2, lett. b) e 42, par. 2, lett. b), reg. UE 600/2014, consistente nell'inidoneità dei requisiti normativi applicabili allo strumento finanziario o all'attività a far fronte ai rischi per gli investitori e per il sistema finanziario.

Del resto in dottrina ai poteri di *product intervention* viene assegnato proprio un ruolo residuale, quale *extrema ratio* nel caso di fallimenti del mercato e di inutilità dei tradizionali strumenti di tutela⁷⁹.

⁷⁵ Così C. Vivante, *Dell'assicurazione*, in *Il Codice di commercio commentato*, VI, a cura di L. Bolaffio, C. Vivante, ed. III, Torino, 1909, 10.

⁷⁶ Così Vivante, *Dell'assicurazione*, cit., 12.

⁷⁷ Così Vivante, *op. cit.*, 12.

⁷⁸ Così Vivante, *op. cit.*, 11.

⁷⁹ F. Annunziata, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e disconti-*

Inoltre, lo scorretto svolgimento dei processi di *product governance* e di valutazione dell'adeguatezza, inclusi dall'art. 70 MiFID II tra le materie presidiate da sanzioni nei confronti degli organi di gestione delle imprese di investimento, può comportare ai sensi dell'art. 190.4, comma 2, TUF, l'irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie tra i trentamila euro e i cinque milioni di euro, o del dieci per cento del fatturato dell'impresa; sanzioni molto più deterrenti e conformative dell'attività d'impresa rispetto alla mera possibilità di un modesto risarcimento del danno per lesione delle preferenze di sostenibilità, incerto nella prova e soggetto ai lunghi tempi di un processo civile.

Identica preferenza per *il public-enforcement* vale anche per la disciplina delle pratiche commerciali scorrette, contenuta nella dir. 2005/29/CE, tra le quali adesso sono espressamente considerate anche i *green claims* ingannevoli per effetto della dir. 2024/825/UE, e che possono essere sanzionate anche d'ufficio dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ai sensi dell'art. 8, d.lgs. 145/2007 proprio perché il *greenwashing* costituisce condotta lesiva del mercato nel suo insieme e non solo di singoli clienti o imprese⁸⁰.

Ed infatti, come detto il singolo cliente leso da *green claims* potrebbe non essere in grado di dimostrare di avere sofferto un danno patrimoniale o non patrimoniale risarcibile. Poiché il calcolo costi-benefici costituisce una barriera all'accesso alla tutela giurisdizionale contro il *greenwashing*, si può ipotizzare l'esperimento della *class-action* di cui all'art. 140-ter, cod. cons., che consente la trattazione in un unico giudizio delle questioni risarcitorie che, singolarmente considerate, possono essere di importo bagatellare, e che dunque produce efficienza evitando la moltiplicazione dei costi di *litigation*⁸¹.

L'art. 140-novies, comma 1, cod. cons., introdotto in attuazione della dir. 2020/1828, infatti, consente ai consumatori di esperire un'azione collettiva in caso di lesione di «interessi collettivi dei consumatori danneggiati da una violazione delle disposizioni di cui all'allegato II-septies, al fine di ottenere l'adozione di provvedimenti compensativi»⁸². A tal fine i consumatori lesi da

nuità, in *Riv. soc.*, 2018, 1122-1123; Petrosino, *op. cit.*, 148-149.

⁸⁰ In tal senso Zoboli, *op. cit.*, 312 s.

⁸¹ L'efficienza della *class action* è stata evidenziata da F. Sartori, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, 308-312.

⁸² Sulla direttiva 2020/1828 v. E. Camilleri, *La dir. 2020/1828/UE sulle azioni rappresentative e il "sistema delle prove". La promozione dell'interesse pubblico attraverso la tutela degli interessi collettivi dei consumatori: verso quale modello di enforcement?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, 1052 s.; G.

uno scorretto svolgimento dei processi di *product governance* o di valutazione dell'adeguatezza potranno far valere o la violazione delle disposizioni del d.lgs. 2 agosto 2007, n. 146, emanato in attuazione della direttiva 2005/29/CE, in quanto il *greenwashing* costituisce pratica commerciale scorretta⁸³, o delle disposizioni del d.lgs. 129/2017 attuativo della MiFID II.

I clienti non qualificabili come consumatori, invece, potranno ricorrere ugualmente all'azione di classe grazie all'art. 840-*bis* c.p.c., che la rende strumento di tutela generale a favore di tutte le controparti negoziali delle imprese relativamente a qualsiasi atto o comportamento posto in essere nello svolgimento delle loro attività⁸⁴.

6. – In conclusione, il mercato dei capitali è stato individuato quale principale canale di finanziamento della transizione ESG⁸⁵, poiché, come evidenziato recentemente dal report di Mario Draghi presentato alla Commissione UE, l'accesso ai fondi pubblici europei richiede lunghi tempi di istruttoria e soggiace a regole diverse e restrittive, che spesso escludono ad esempio i costi operativi⁸⁶.

Di conseguenza alle imprese di investimento è stato imposto di valutare le preferenze di sostenibilità all'interno dei propri processi organizzativi, cioè la *product governance* e la valutazione dell'adeguatezza, conformando l'attività di impresa al fine di perseguire l'obiettivo di *policy* del regolatore. Ciò, pur non mutando l'essenza degli istituti fondamentali del diritto dell'economia (il contratto, i prodotti finanziari, l'impresa), ne arricchisce i contenuti: il

De Cristofaro, *Azioni "rappresentative" e tutela degli interessi collettivi dei consumatori. La "lunga marcia" che ha condotto all'approvazione della dir. 2020/1828/UE e i profili problematici del suo recepimento nel diritto italiano*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, 1010 s.; M. Bona, *La direttiva UE 2020/1828 sulla tutela rappresentativa dei consumatori*, in *Giur. it.*, 2021, 252 s.

⁸³ L. Zoboli, *op. cit.*, 295 ss.

⁸⁴ Sull'azione di classe v. E. Minervini, *La tutela collettiva dei consumatori e la l. 12 aprile 2019, n. 31*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 346 s., spec. 355 ss.; G. Ponzanelli, *La nuova class action*, in *Danno e resp.*, 2019, 307 s. A conclusioni simili giunge Petrosino, *op. cit.*, 153 s.

⁸⁵ V. F. Riganti, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2022, 317; Sepe, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, cit., 80. L'esigenza di un ruolo più attivo delle banche nella valorizzazione del credito e del risparmio sostenibili, fondato sugli artt. 41 e 47 Cost., è evidenziata da Passalacqua, *Operazioni di credito sostenibili*, cit., 239 ss.

⁸⁶ *The Future of European Competitiveness, Part B | In depth analysis and recommendations, September 2024*, 101.

contratto rimane pur sempre uno strumento di allocazione della ricchezza che risponde ad una logica mercantile e utilitaria, e non è strumento di perseguimento dell'utilità sociale⁸⁷, ma deve tenere conto anche dell'interesse non patrimoniale del cliente; prodotti e strumenti finanziari rimangono pur sempre forme di investimento rispondenti allo schema denaro-tempo-denaro e che, pertanto, prevedono pur sempre un'aspettativa di rendimento⁸⁸, ma la loro adeguatezza deve essere valutata anche in base a parametri non economici; la società persegue uno scopo di lucro ai sensi dell'art. 2247 c.c. ma è obbligata a tenere conto degli interessi ambientali nei suoi processi produttivi e nei suoi rapporti con imprese terze⁸⁹.

Poiché però il quadro normativo in materia di finanza sostenibile si caratterizza per una certa ipertrofia normativa e una mancanza di organicità, si rischia di compromettere la fiducia dei risparmiatori nei prodotti finanziari sostenibili e, di conseguenza, l'obiettivo del *Sustainable Finance Action Plan* di canalizzare gli investimenti verso attività sostenibili per sostenere la transizione ambientale e sociale⁹⁰.

L'*over-regulation* rischia poi di complicare la *compliance* delle imprese, di aumentare il rischio legale e reputazionale⁹¹ e di produrre conseguenze negative a livello macro-economico. Si pensi alla sopra menzionata difficoltà di identificare l'esatto *target market* dei prodotti finanziari sostenibili, ed il conseguente rischio di subire, oltre ad eventuali *class actions* dei clienti, provvedimenti restrittivi o sospensivi della vendita e distribuzione dei prodotti ai sensi dell'art. 40, reg. UE 600/2014, particolarmente dannosi sul piano reputazionale anche perché oggetto di pubblicazione sul sito dell'Autorità.

Come evidenziato, la difficoltà di svolgere correttamente i processi di *product governance* e adeguatezza deriva, tra l'altro, dal mancato coordinamento delle riforme della MiFID II con il reg. UE 2023/2859, che rinvia al 2027 la costituzione dell'ESAP, con la CSRD, che attualmente esenta le PMI emittenti dall'obbligo di fornire report di sostenibilità, e dalla mancata adozione

⁸⁷ Senza pretesa di esaustività, v. M. Barcellona, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova, 2015, 1 s., spec. 186 s.

⁸⁸ V. P. Ferro-Luzzi, *Attività e «prodotti» finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 133 s.; sulla nozione di investimento finanziario v. CONSOB, Comunicazione n. 0385340 del 28 aprile 2020, 1 s.

⁸⁹ R. Costi, *Sostenibilità e scopo della società*, in *Banca impr. soc.*, 2023, 503 s.

⁹⁰ Macchiavello, *op. cit.*, 3.

⁹¹ Siri, Zhu, *op. cit.*, 36-37.

di un regolamento sugli investimenti socialmente sostenibili. Si pensi, ancora, all'arbitraggio normativo creato tra i distributori di strumenti finanziari sostenibili e i distributori di prodotti assicurativi-finanziari che considerano preferenze, obiettivi e fattori di sostenibilità.

Ne deriva una normativa europea sulla finanza sostenibile priva di organicità, poiché rischia di non assicurare il *level playing field*, e poco effettiva, in quanto mancano anche disposizioni specifiche sull'*enforcement*, per la cui individuazione occorre consultare il TUF, almeno in tema di *enforcement* pubblicistico, mancando invece apposite previsioni sull'*enforcement* privatistico. L'ipertrofia di normative speciali volte a limitare l'iniziativa economica privata non è certo una novità. Basti pensare a quella serie di normative settoriali introdotte dagli anni 70' in poi, in quello che Luca Nivarra definì il periodo del capitalismo.² e ben esemplificato dalla legge sull'equo canone delle locazioni⁹²; periodo definito da Natalino Irti come l'età della decodificazione⁹³.

Ora come allora, l'emersione di valori ed istanze sociali nuovi, come quella della sostenibilità, sta comportando l'introduzione di nuove normative eccentriche e separate rispetto alle normative generali, queste ultime espressione di un pensiero giuridico legato ad una ideologia pregressa⁹⁴.

In aggiunta, nel settore finanziario il problema dell'*over-regulation* è enormemente aggravato dal sistema multi-livello delle fonti, dovuto alla nota procedura *Lamfalussy*, che annovera sia normative nazionali sia sovranazionali, fonti legislative e non, atti delle diverse autorità indipendenti, linee guida, pareri, *opinions*⁹⁵. Se la natura altamente tecnica e specialistica dei prodotti e servizi finanziari richiede regolatori altrettanto specializzati, come ci insegna Paolo Grossi la proliferazione delle fonti in generale è dovuta al tramonto del monismo giuridico proprio dell'Ottocento che vedeva nello Stato, solitamente nella forma del Codice, l'unico produttore del diritto⁹⁶.

⁹² L. Nivarra, *Diritto privato e capitalismo. Regole giuridiche e paradigmi di mercato*, Napoli, 2010, 22 s.

⁹³ N. Irti, *L'età della decodificazione*, Milano, 1999, 1 s.

⁹⁴ V. Nivarra, *Diritto privato e capitalismo*, cit., 55 s., spec. 58 s.

⁹⁵ V. S. Amorosino, *Il "puzzle" delle fonti normative del mercato bancario e la "dialettica circolare" tra le corti europee e nazionali*, in *Riv. reg. merc.*, 2020, 94 s.; v. C. Brescia-Morra, *L'età della delegificazione: il TUB e il TUF*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, Marzo 2024. *A trent'anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time*, Atti del Convegno Banca d'Italia-ADDE, Roma, 11-12 dicembre 2023, 117 s.

⁹⁶ P. Grossi, *Oltre la legalità*, Bari-Roma, 2020, 9 s.; v. M. Boldini, *La rivoluzione tecnologica*

Il Novecento, invece, ha comportato una riscoperta del pluralismo giuridico e della pluralità delle fonti del diritto, quale conseguenza dell'accentuata complessità della società moderna espressa dalle Costituzioni⁹⁷. In questo contesto, lo stesso destino di perdita centralità toccato al Codice civile rischia di colpire anche il Testo unico bancario – che ha creato uno statuto normativo speciale per l'impresa bancaria rispetto all'impresa codicistica⁹⁸ – e il Testo unico della finanza, non solo perché la normativa sulla finanza sostenibile si colloca fuori al di fuori dei testi unici, ma anche perché essi non forniscono risposta a tutte le sfide che il fenomeno pone, come quella dell'*enforcement* privatistico. Una cosa però è il pluralismo giuridico, che per l'Illustre Autore è giustamente un fatto positivo, soprattutto, ritengo, in un settore, quello dei mercati finanziari, ove la dimensione globale dei fenomeni e la complessità della materia consigliano una regolazione sovranazionale⁹⁹; altro però è l'ipertrofia normativa.

Una soluzione è quella di una radicale semplificazione del sistema delle fonti del diritto dell'economia procedendo sia ad una integrazione verticale sia soprattutto ad una integrazione orizzontale. La prima soluzione è in parte già in atto nel settore finanziario per effetto del superamento della stagione delle direttive in favore dell'utilizzo dello strumento del regolamento come fonte normativa non necessitante di alcun atto di recepimento nazionale¹⁰⁰. Tuttavia l'integrazione verticale del diritto a livello europeo non basta ad assicurare una normativa organica e coerente se il settore finanziario è regolato da una pluralità di normative settoriali non comunicanti tra loro¹⁰¹, perché la creazione di normative, come i regolamenti europei, esterne ai testi unici, priva questi ultimi delle caratteristiche fondamentali di unitarietà e centralità per il sistema¹⁰².

nel settore dei servizi finanziari e il suo impatto sulle fonti del diritto, in *Federalismi.it*, 2022, 19 s., che parla di concezione reticolare delle fonti.

⁹⁷ Grossi, *Oltre la legalità*, cit., 23.

⁹⁸ V. M. Cian, P. M. Sanfilippo, *Le regole dell'organizzazione d'impresa*, in *Diritto commerciale. IV. Diritto del sistema finanziario*, a cura di M. Cian, Torino, 2024, 105 s.

⁹⁹ V. 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 s.

¹⁰⁰ A. Sciarone-Alibrandi, *Le fonti*, in *Diritto commerciale. IV. Diritto del sistema finanziario*, cit., 30 s.

¹⁰¹ V. Sepe, *Integrazione orizzontale: verso un testo unico delle attività finanziarie*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, cit., 71 s.

¹⁰² Sciarone-Alibrandi, *Le fonti*, in *Diritto commerciale*, cit., 45.

Verso l'integrazione orizzontale delle regole del settore finanziario depone l'art. 19 della legge n. 21 del 5 marzo 2024, che ha conferito al Governo la delega ad adottare, entro dodici mesi dalla data di entrata in vigore della legge, uno o più decreti legislativi per la riforma del TUF, seguendo il criterio direttivo di cui alla lettera l) che prevede «una complessiva razionalizzazione e [...] coordinamento del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, del testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, del codice delle assicurazioni private, di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, e del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, per assicurare una maggiore coerenza e semplificazione delle fonti normative»¹⁰³.

Una possibile soluzione sarebbe quella di coniugare integrazione verticale ed orizzontale introducendo un testo unico delle attività bancarie e finanziarie a livello europeo, ma come evidenziato da autorevole dottrina l'ipotesi di una sorta di Codice bancario europeo rappresenta più una suggestione che una concreta possibilità alla luce dell'attuale quadro politico-istituzionale europeo¹⁰⁴.

Una seconda soluzione all'ipertrofia di obblighi di *disclosure*, di *reporting* e in generale di *compliance* risiede nel *RegTech*¹⁰⁵, cioè nell'applicazione della tecnologia all'attività di *compliance* e di vigilanza nel sistema finanziario. Il *Reg Tech*, in particolare, consente di abbattere i costi di *compliance* riducendo il lavoro umano e limitando il rischio di inevitabili errori operativi, garantendo un adattamento più celere alle modifiche della disciplina e aumentando la velocità dei processi, ciò che diminuisce la possibilità di sanzioni per la violazione della disciplina¹⁰⁶. Affinché il *Reg Tech* possa consentire alle autorità di vigilanza di riconoscere fenomeni di *green* e *social washing*, ed agli intermediari di comprendere se le informazioni fornite sui prodotti siano corret-

¹⁰³ V. le riflessioni di M. Sepe, *Integrazione orizzontale: verso un testo unico delle attività finanziarie*, cit., 82 ss., sul precedente ddl AS 674.

¹⁰⁴ A. Sciarone-Alibrandi, *Integrazione verticale: verso un codice bancario europeo*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, cit., 87 ss., spec. 99. Cfr. C. Brescia-Morra, *L'età della delegificazione: il TUB e il TUF*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, cit., 123.

¹⁰⁵ A. Perrone, *La nuova vigilanza. Regtech e capitale umano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, 516 s.; N. Linciano, P. Soccorso, *FinTech e RegTech: approcci di regolamentazione e di supervisione*, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di M. T. Paracampo, Torino, 2017, 44 s.; v. anche A. Sciarone Alibrandi, *Le clausole generali nel sistema giuridico contemporaneo: riflessioni introduttive*, in *Le clausole generali nel diritto dell'economia*, a cura di R. Lener, A. Sciarone-Alibrandi, M. Rabitti, F. Sartori, Torino, 2024, 4-5.

¹⁰⁶ Perrone, *La nuova vigilanza*, cit., 521.

te, è necessario però che sia le informazioni da fornire ai sensi del SFDR, sia i report di sostenibilità di cui al CSRD siano in formato “*machine-readable*”. Anche in tale ambito manca un approccio integrato che valorizzi il nesso tra i report di sostenibilità a livello degli emittenti e gli obblighi di *disclosure* degli intermediari, poiché, mentre il nuovo art. 29-*quinquies* e il considerando 55 della dir. 2013/36/UE, prevedono che il report delle imprese ai sensi della CSRD abbia formato elettronico, ciò non è previsto dal SFDR per le informazioni rese dai partecipanti ai mercati finanziari ¹⁰⁷.

Si pensi poi al ruolo che gli algoritmi e l'intelligenza artificiale possono svolgere nei processi di valutazione delle preferenze di sostenibilità sia del mercato di riferimento nell'ambito della *product governance*, sia dei singoli clienti nell'ambito della valutazione dell'adeguatezza, potendo ridurre i costi e i tempi di esecuzione di tali processi ¹⁰⁸, resi peraltro più dispendiosi e complessi dall'allargamento dell'oggetto della valutazione a profili *stricto sensu non finanziari*.

Ed infatti, l'utilizzo di algoritmi di tipo *machine learning* consente di analizzare enormi quantità di dati inerenti ad un soggetto, riconducibili ad esempio a pagamenti digitali, alla navigazione on-line o ad interazioni sui *social network*, individuando correlazioni statistiche all'interno del data-set e imparando dai dati stessi ¹⁰⁹. L'analisi di questi dati può consentire di comprendere le idee e le convinzioni dei clienti sui temi ambientali e sociali, le quali difficilmente sono ricavabili dalle informazioni rese con la semplice redazione di un questionario scritto. Gli obblighi di *product governance* e della valutazione della adeguatezza, peraltro, non soggiacciono al divieto dell'utilizzo dei dati prodotti dall'utilizzo dei *social media*, come invece sancito per la valutazione del merito creditizio dall'art. 18 della dir. UE 2023/2225 ¹¹⁰.

¹⁰⁷ Cfr. Joint Committee, *Final Report on draft Regulatory Technical Standards on the review of PAI and financial product disclosures in the SFDR Delegated Regulation*, JC 2023 55, 4 December 2023, 3, 19, 23, 161; v. D. Ramos Muñoz, M. Lamandini, M. Siri, *op. cit.*, 58-59

¹⁰⁸ V. M. T. Paracampo, *I servizi di robo advisory tra algoritmi, evoluzioni tecnologiche e profili normativi*, in *FINTECH. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di M. T. Paracampo, ed. II, vol. I, Torino, 2021, 203 e 212; v. F. Sartori, *La consulenza finanziaria automatizzata: problematiche e prospettive*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2018, 253 s.

¹⁰⁹ S. Barocas, A. D. Selbst, *Big Data's Disparate Impact*, in *California Law Review* 671 (2016), 673 ss.; F. Mattassoglio, *Innovazione tecnologica e valutazione del merito creditizio: verso un social credit system?* Milano, 2018, 110 s.

¹¹⁰ DIRETTIVA (UE) 2023/2225 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 18 ottobre 2023 relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva

Abstract

Il presente saggio ha lo scopo di evidenziare le principali problematiche che la considerazione delle preferenze di sostenibilità pone in sede di *product governance* e valutazione dell'adeguatezza alla luce dell'attuale incompletezza del quadro normativo. La normativa sulla finanza sostenibile, infatti, non fornisce parametri certi per definire gli investimenti che sono sostenibili sotto il profilo ambientale o sociale, rischiando di favorire fenomeni di *green e social washing*. Il saggio prova dunque a ricomporre tali aporie normative, dove possibile, individuando possibili soluzioni anche *de jure condendo*. La normativa sulla finanza sostenibile, inoltre, trascura di occuparsi espressamente degli strumenti di *enforcement* delle preferenze di sostenibilità degli investitori, la cui lesione, come si dimostrerà, assume rilevanza solo sotto il profilo macro-economico; conseguentemente, il saggio individua nel *public enforcement* lo strumento più adeguato per contrastare il *green e il socialwashing*.

This essay aims to highlight the main problems that the evaluation of sustainability preferences poses in product governance and adequacy assessment in light of the current incompleteness of the regulatory framework. The regulation on sustainable finance, in fact, does not provide certain parameters to define investments that are sustainable from an environmental or social point of view, risking encouraging green and social washing phenomena. The essay therefore tries to shed light on these regulatory aporias, identifying possible solutions also *de jure condendo*. Furthermore, the regulation on sustainable finance doesn't expressly deal with the tools for enforcing investors' sustainability preferences, whose violation, as will be demonstrated, is relevant only from a macro-economic point of view; consequently, the essay identifies public enforcement as the most appropriate tool to combat green and socialwashing.