

XVI CONVEGNO ANNUALE  
DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI  
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

**"STATO, IMPRESE, MERCATI IN UN MONDO  
ALLA RICERCA DI NUOVI EQUILIBRI"**

Roma, 21-22 febbraio 2025

GIORGIO MATTARELLA

RICERCATORE A TEMPO DETERMINATO IN TENURE TRACK (RTT), GDS 12/GIUR-03, SSD GIUR-03/A,  
DIRITTO DELL'ECONOMIA, UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PALERMO

**La finanza sostenibile nel prisma dell'over-regulation del sistema finanziario\*.**

SOMMARIO: 1. *Gli intermediari e la sostenibilità* – 2. *Product governance, green e socialwashing*  
– 3. *Gli obblighi di trasparenza a geometrie variabili sui rischi e sui fattori di sostenibilità* – 4. *L'enforcement delle preferenze di sostenibilità*,- 5. *Conclusioni. Reg Tech e semplificazione normativa.*

1. *Gli intermediari e la sostenibilità*

Il mercato dei capitali è stato individuato quale principale canale di finanziamento della transizione ESG<sup>1</sup>, poiché, come evidenzia il report di Mario Draghi presentato alla Commissione UE, l'accesso ai fondi pubblici europei richiede lunghi tempi di istruttoria e soggiace a regole restrittive<sup>2</sup>.

I fattori e i rischi di sostenibilità sono così divenuti elementi che gli intermediari devono considerare nei propri processi organizzativi, come la

---

\*Nelle more dell'organizzazione del convegno, il presente paper è stato pubblicato sulla Rivista di Diritto dell'Economia, dei Trasporti e dell'Ambiente, vol. XXII, 2024, ed è accessibile al seguente link:  
[https://www.giureta.unipa.it/2024/32\\_Mattarella\\_DirEcon\\_2024.pdf](https://www.giureta.unipa.it/2024/32_Mattarella_DirEcon_2024.pdf).

<sup>1</sup> V. F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2022, 317; v. M. PASSALACQUA, op. cit., 239 ss.

<sup>2</sup> *The Future of European Competitiveness, Part B | In depth analysis and recommendations*, September 2024, 101.

valutazione di adeguatezza e la *product governance*<sup>3</sup>, grazie alle modifiche alla direttiva delegata UE 2017/593<sup>4</sup> e al Regolamento Delegato UE 2017/565<sup>5</sup>, attuate rispettivamente dalla direttiva delegata UE 2021/1269<sup>6</sup> e dal Regolamento UE 2021/1253<sup>7</sup>, e come l'erogazione del credito<sup>8</sup>.

Tuttavia, data la discrepanza tra la crescente domanda di prodotti ESG e il pool limitato di *asset* sostenibili<sup>9</sup> e conformi alla tassonomia dell'UE, e data l'incompletezza del quadro normativo sulla finanza sostenibile, l'aumento della distribuzione di prodotti finanziari dichiarati sostenibili non è compensato da una regolazione chiara, volta a prevenire il *greenwashing*<sup>10</sup> e a favorire lo sviluppo della finanza sostenibile<sup>11</sup>. Nel

---

<sup>3</sup> Sulla valutazione di adeguatezza v. D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017, 1 ss.; 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.; F. PETROSINO, *Le regole di product governance nei mercati finanziari*, Torino, 2024, 1 ss.

<sup>4</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>5</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>6</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>7</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>8</sup> 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 ss.; v. R. LENER, P. LUCANTONI, *Sostenibilità esg e attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, 6 ss.; v. F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile*, cit., 315 ss.; v. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, ABE/GL/2020/06, 29/05/2020, 17; 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.

<sup>9</sup> D. A. ZETZSCHE, L. ANKER-SORENSEN, *Regulating sustainable finance in the dark*, in *European Business Organization Law Review*, 2022, 47 ss., spec. 72-73.

<sup>10</sup> In tal senso L. ZOBOLI, *Il greenwashing e la tutela della corretta comunicazione d'impresa*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, 281 ss. Il *greenwashing* può verificarsi in tutte le fasi della catena del

pur condivisibile intento di garantire un'introduzione graduale degli obblighi ESG, la normativa sulla finanza sostenibile si caratterizza, inoltre, per un'attuazione sbilanciata sotto il profilo temporale e rimessa talvolta alla discrezionalità delle imprese, ad esempio in materia di obblighi di *reporting*<sup>12</sup>. Infine, la normativa sulla finanza sostenibile trascura di occuparsi espressamente degli strumenti di *enforcement* delle preferenze di sostenibilità degli investitori. Il presente *paper*, pertanto, 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, e di individuare mezzi di *enforcement* adeguati e possibili soluzioni anche *de jure condendo*.

## 2. *Product governance, green e socialwashing.*

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 direttiva delegata 2017/593, le imprese di investimento devono individuare in modo granulare il *target market* potenziale degli strumenti finanziari, tenendo conto degli obiettivi di sostenibilità dei clienti; al contempo, ai sensi dei nuovi artt. 9, par. 9 e 10, par. 2, della direttiva delegata 2017/593 le imprese di investimento non dovranno individuare un *target market*

---

valore, da quella di ingegnerizzazione del prodotto a quella distributiva: ESMA, *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.

<sup>11</sup> V. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *EBA PROGRESS REPORT ON GREENWASHING MONITORING AND SUPERVISION 31 MAY 2023 EBA/REP/2023/16*, 11; peraltro non vi è una definizione di *greenwashing* nella 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*, in SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4957242> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4957242> 33 ss.

<sup>12</sup> V. la 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.

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, i quali ricalcano fedelmente le disposizioni della direttiva.

Un’interpretazione letterale degli artt. 64 e 72, però, creerebbe un’evidente antinomia che renderebbe impossibile la *compliance* alle imprese di investimento: invero, presupponendo la compatibilità tra strumenti ed esigenze, caratteristiche ed obiettivi finanziari dei clienti, l’individuazione “granulare” del *target market* secondo gli obiettivi di sostenibilità dei clienti non pare conciliabile con l’assenza di un *target market* negativo, equivalente, invece, 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 regolamento 2020/852, che distinguono appunto tra prodotti finanziari *light green*, *dark green* e *brown* (cioè non *green*)<sup>13</sup>. Se interpretata alla lettera, dunque, l’esclusione del *target market* negativo può generare fenomeni di *green e social washing* in fase di concepimento del prodotto, poiché può indurre ad inserire nel *target market* un prodotto non sostenibile, o, comunque, con fattori di sostenibilità diversi da quelli oggetto di preferenza dei clienti<sup>14</sup>.

Si deve dunque ritenere che il legislatore europeo voglia affermare l’astratta compatibilità tra gli strumenti finanziari sostenibili e i clienti privi di obiettivi specifici di investimento sostenibile, 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 il nuovo art. 54, par. 10, reg. del. UE 2017/565, che da un lato vieta all’impresa di investimento di raccomandare o negoziare strumenti finanziari come rispondenti alle preferenze di sostenibilità di un cliente se essi non soddisfano tali preferenze, dall’altro consente

---

<sup>13</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>14</sup> V. ESMA, *Progress Report on Greenwashing*, cit., 12

all'impresa di raccomandare o negoziare ugualmente tali strumenti finanziari se il cliente modifica le proprie preferenze di sostenibilità. Dato il nesso di funzionalità che lega la *product governance* e la valutazione di adeguatezza, può ritenersi che nell'individuazione del *target market* potenziale il produttore abbia più discrezionalità se i clienti non hanno preferenze di sostenibilità<sup>15</sup>; tale interpretazione, fondata sul considerando n. 7, dir. del. 2021/1269, il quale esplicita che l'assenza dell'obbligo di individuare un *target market* negativo è strumentale a garantire che gli strumenti finanziari sostenibili siano disponibili anche per i clienti che non hanno preferenze di sostenibilità, ricompono l'antinomia con l'art. 1, della direttiva da ultimo citata, il quale, modificando l'art. 9, par. 1, della dir. del. 2017/593, impone la coerenza tra il *target market* e i fattori di sostenibilità degli strumenti finanziari.

Tuttavia vi è il rischio di eccessiva discrezionalità dei produttori nella definizione del *target market* potenziale, sia per l'assenza di dati sulle preferenze ESG dei clienti con riferimento ai singoli fattori (E, S, G), sia per la mancata finalizzazione del processo di attuazione della tassonomia UE sui prodotti sostenibili<sup>16</sup>.

Ed infatti, come evidenzia l'ESMA, nella definizione del *target market* dello strumento finanziario "sostenibile" 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<sup>17</sup>. Poiché le due definizioni divergono sui presupposti per definire come eco-sostenibile un investimento<sup>18</sup>, non è chiaro quale sia la

---

<sup>15</sup> Ciò è stato prospettato, con riferimento alla valutazione dell'adeguatezza, da M. ARRIGONI, *Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 261 ss., spec. 270 ss.

<sup>16</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, per i quali ciò potrebbe indurre all'offerta di una gamma di prodotti molto diversi pur di includere strumenti finanziari ESG nella propria offerta.

<sup>17</sup> ESMA, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della mifid ii*, 03/08/2023 ESMA35-43-3448, 12.

<sup>18</sup> La divergenza tra le due definizioni è sottolineata da D. A. ZETZSCHE, L. ANKER-SORENSEN, op. 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 Quality 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*:

nozione di investimento eco-sostenibile 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* del 2022 sulla *Social Taxonomy*<sup>19</sup>, con la conseguenza che le condotte di *social-washing* sono attualmente difficilmente identificabili e sanzionabili<sup>20</sup>.

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 civile<sup>21</sup>; incertezza aggravata dalla mancanza di una disciplina europea sulla responsabilità civile per violazione degli obblighi di *product governance*. Nel nostro ordinamento la questione è peraltro oggetto di tesi radicalmente diverse, potendosi distinguere tra chi ritiene che la violazione di tali obblighi generi una responsabilità oggettiva ai sensi dell'art. 2049 c.c.,<sup>22</sup> e chi invece ritiene che generi una responsabilità precontrattuale ai sensi degli artt. 1175 e 1337 c.c.<sup>23</sup>. Radicalmente diversa è l'ampiezza del rischio di impresa e del rischio legale nell'uno o dell'altro caso: la responsabilità *ex art.* 2049 c.c. non ammette prova contraria salvo solo il caso fortuito<sup>24</sup>, ma tale inquadramento è più coerente con la configurazione di una responsabilità parimenti oggettiva dell'intermediario per fatto del promotore finanziario all'art. 31 t.u.f., non esclusa nemmeno da illeciti penali<sup>25</sup>.

---

*Facilitating the investor journey - A holistic vision for the long term*, 24 July 2024, ESMA36-1079078717-2587, 4 ss.

<sup>19</sup> *Platform on sustainable finance, Final Report on Social Taxonomy, February 2022*, 2 ss.

<sup>20</sup> V. *Parere del Comitato economico e sociale europeo sul tema: «Tassonomia sociale – Sfide e opportunità» (parere d'iniziativa) (2022/C 486/03)*, parr. 1.3 e 3.3.

<sup>21</sup> M. SIRI, S. ZHU, *op. cit.*, 36-37.

<sup>22</sup> A. PERRONE, *Considerazioni in materia di product governance*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), settembre 2019, 2.

<sup>23</sup> 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. Sciarrone Alibrandi, M. Rabitti, F. Sartori, Torino, 2023, 100 ss.

<sup>24</sup> In giurisprudenza v. *ex multis* Cass., 25 luglio 2024, n. 20799, in *One Legale*.

<sup>25</sup> V. Trib. Piacenza 28 ottobre 2015, n. 804, in *Corr. giur.*, 2016, 1369 ss., con nota di S. GARREFFA, *La responsabilità dell'intermediario finanziario per il fatto illecito del promotore*, *ivi*, 1371 ss.

L'incertezza del dato normativo e del regime dell'*enforcement* privatistico vanifica una delle funzioni della *product governance*, cioè la prevenzione di controversie, la riduzione del rischio legale e il beneficio reputazionale derivante dalla emissione di un prodotto conforme al mercato di riferimento<sup>26</sup>. 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 legale<sup>27</sup>.

Ne consegue che il giudizio sulla corretta attuazione degli obblighi di *product governance* dovrà essere condotto valorizzando il principio di proporzionalità, richiamato con riferimento alla *product governance* dal par. 37 degli orientamenti emanati dall'ESMA e dal considerando 18 della direttiva delegata MiFID II<sup>28</sup>.

Alla mancanza di parametri legali certi si aggiunge il diverso trattamento normativo riservato ai distributori di prodotti assicurativi dal regolamento delegato UE 2021/1257, il quale, modificando il regolamento delegato UE 2017/2358, esenta il produttore di prodotti assicurativi "sostenibili" dall'obbligo di individuare il *target market negativo*, ma non il distributore, il quale ai sensi del nuovo art. 8, par. 3 regolamento delegato UE 2017/2358, a differenza del distributore di strumenti finanziari deve individuare un *target market* negativo anche per i prodotti assicurativi d'investimento sostenibili.

Tale diverso trattamento normativo non convince: 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 assicurativa<sup>29</sup>. 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

---

<sup>26</sup> A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, cit., 1 ss., spec. 8; di recente F. PETROSINO, op. cit., 143.

<sup>27</sup> EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Greenwashing monitoring and supervision. Final report*, EBA/REP/2024, 09, 1 ss., spec. 22-23.

<sup>28</sup> V. ESMA, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti*, cit., 9, 13,16 (alla nota 22), 19,25, 29; 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 ss.

<sup>29</sup> F. PETROSINO, op. cit., 70-71.

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 Regolamento 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 sul mercato finanziario, rischio che grava dunque sul cliente e non sull'impresa<sup>30</sup>. Tali previsioni, dunque, creano un trattamento normativo ingiustificatamente diverso tra forme di investimento assimilabili; sarebbe stato preferibile, dunque, obbligare anche i distributori di strumenti finanziari sostenibili, proprio perché essi operano all'interno di un *target market* concreto, ad individuare un *target market negativo*.

### 3. Gli obblighi di trasparenza a geometrie variabili sui rischi e sui fattori di sostenibilità.

Gli obblighi di trasparenza sulle caratteristiche o sullo scopo di sostenibilità dei prodotti finanziari, gravanti sugli intermediari distributori ai sensi degli artt. da 6 a 9, Reg. Ue 2019/2088 (SFDR)<sup>31</sup>, sono adempiuti attraverso le diverse informative precontrattuali previste dalle normative settoriali (MiFID II, la IDD, il reg. UE 2019/1238, ecc.)<sup>32</sup>. Onde assicurare che tali informazioni siano rese in forma realmente standardizzata, gli artt. 14 e 18 del reg. del. UE 2022/1288 opportunamente specificano che tali informazioni devono essere fornite tramite un allegato ai documenti o alle informazioni precontrattuali fornite ai sensi delle normative settoriali. Ciò evita che le informazioni siano comprese dagli investitori in maniera diversa, data l'influenza che,

---

<sup>30</sup> 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 ss.; E. LUCCHINI GUASTALLA, *La polizza unit linked tra causa finanziaria e causa assicurativa*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2019, 983 ss.

<sup>31</sup> V. D. BUSCH, *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2023, 309 ss.

<sup>32</sup> E. MACCHIAVELLO, *"Greenwashing" in investment intermediation*, cit., 14.



secondo la scienza, il contesto ha sulla fruizione dell'informazione<sup>33</sup>, ed attenua il rischio di *information overloading*<sup>34</sup>.

L'ambito applicativo di tali obblighi informativi è invece dubbio, poiché, sebbene non paiano applicarsi ai servizi esecutivi, come l'esecuzione di ordini per conto dei clienti e la ricezione e trasmissione di ordini, non è chiaro se si applichino anche al servizio di consulenza finanziaria.

La nozione di investimento sostenibile di cui all'art. 2, n. 17, SFDR pare riferirsi solo ai prodotti finanziari inseriti in un portafogli, non invece gli altri strumenti finanziari<sup>35</sup> disciplinati dalla MiFID II, come si evince dal fatto che nella definizione di prodotto finanziario rientrano tutti gli investimenti diversificati in più prodotti finanziari, individualmente o in monte nell'interesse di più clienti. Ai sensi dell'art. 8, par. 2, inoltre, i soggetti obbligati alla comunicazione delle caratteristiche ambientali o sociali dei prodotti sono i partecipanti ai mercati finanziari, tra i quali rientra ai sensi dell'art. 2, SFDR il gestore di portafogli, non invece il consulente finanziario, come confermato dai riferimenti ai *benchmarks* negli artt. 8 e 9 SFDR.

Del resto, quando il legislatore europeo ha voluto gravare i consulenti finanziari di obblighi informativi, lo ha fatto espressamente all'art. 6, ma prevedendo solo l'obbligo di inserire nell'informativa precontrattuale i rischi di sostenibilità, cioè gli eventi ESG che possono influire negativamente sull'investimento.

Anche in materia di obblighi informativi, dunque, la normativa sulla finanza sostenibile si caratterizza per una mancanza di coordinamento con altri plessi normativi, come la MiFID II, creando arbitraggi normativi privi di una *ratio*<sup>36</sup>, tanto che la consulenza e la gestione di portafogli, pur essendo sottoposti entrambi all'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'investimento, anche sotto il profilo della sostenibilità, sono assoggettati ad obblighi di *disclosure* diversi. Si pensi, poi, che gli obblighi

---

<sup>33</sup> D. KAHNEMAN, A. TVERSKY, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, in *Econometrica*, 1979, 263 ss. C. SUNSTEIN, R. THALER, *Libertarian Paternalism Is Not An Oxymoron*, in *University of Chicago Law Review*, 2003, 1159 ss., spec. 1182.

<sup>34</sup> V. O. BEN-SHAHAR, C. E. SCHNEIDER, *The Failure of Mandated Disclosure*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2011, 686 ss.

<sup>35</sup> E. MACCHIAVELLO, *"Greenwashing" in investment intermediation*, cit., 16.

<sup>36</sup> V. G. MATTARELLA, *Sostenibilità e servizi di investimento tra selezione avversa, vaghezza normativa e regolazioni settoriali*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, 541 ss.; v. F. RIGANTI, *Cripto-attività e finanza sostenibile*, cit., 15 ss.; cfr. F. VELLA, *Sostenibilità bancaria?* in *Banca impr. soc.*, 2024, 5 ss.

di *disclosure* di cui agli artt. 6, 7, 8 e 9 SFDR non gravano sui prestatori di servizi per le crypto-attività, poiché queste ultime non rientrano nella definizione di prodotto finanziario contenuta nel n. 12 dell'art. 2 citato<sup>37</sup>. Manca poi un coordinamento tra il SFDR, introduttivo degli obblighi di *disclosure* in capo ai partecipanti ai mercati finanziari, e la direttiva 2022/2464/UE (CSRD), che obbliga a pubblicare i report di sostenibilità per ridurre la scarsità informativa sui fattori ESG<sup>38</sup>.

Come riconosce il considerando 21 della direttiva 2022/2464, anche le piccole e medie imprese con valori mobiliari negoziati nei mercati regolamentati dell'UE devono comunicare informazioni sulle questioni di sostenibilità, sia per tutelare gli investitori, sia per fornire ai partecipanti ai mercati finanziari le informazioni necessarie per adempiere agli obblighi di *disclosure* previsti dal regolamento (UE) 2019/2088, e per includere le PMI nei portafogli di investimento.

Tuttavia ai sensi dell'art. 1, par. 1, reg. UE 2023/2859<sup>39</sup>, il termine per la costituzione del punto di accesso unico alle informazioni sui servizi finanziari, sui mercati dei capitali e sulla sostenibilità è il 10 luglio 2027, e poiché le PMI fino al 2028 non sono obbligate a fornire informazioni sul loro impatto sulle questioni di sostenibilità. Di conseguenza attualmente mancano le informazioni ESG necessarie per adempiere gli obblighi di cui al regolamento 2019/2088, gli obblighi di *product governance* e di valutazione dell'adeguatezza con riferimento ai prodotti finanziari sostenibili emessi da tali imprese, con rischio di selezione avversa tra questi e i prodotti finanziari di altri emittenti<sup>40</sup> soggetti invece a forme di trasparenza sulla sostenibilità.

---

<sup>37</sup> D. BUSCH, op. cit., 323-324; F. RIGANTI, *Crypto-attività e finanza sostenibile: gli "opposti" (non) si attraggono?* in *Riv. dir. banc.*, 2024, 35 ss.

<sup>38</sup> Il quadro è aggravato dalla scarsa educazione finanziaria dei cittadini sui temi della finanza sostenibile: M. FILIPPINI, M. LEIPPOLD, T. WEKHOF, *Sustainable finance literacy and the determinants of sustainable investing*, in *Journal of Banking and Finance*, 2024, 1 ss.; M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021, 1281 ss..

<sup>39</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>40</sup> T. LOIZZO, F. SCHIMPERNA, *Esg disclosure: regulatory framework and challenges for italian banks*, in *Questioni di Economia e Finanza (occasional papers)*, 2022, 24; D. RAMOS MUÑOZ, M. LAMANDINI, M. SIRI, op. cit., 16-17. Sul ruolo dell'informazione nei mercati finanziari v. almeno F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHER, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, in *Virginia Law Review*, 1984, 669 ss.; F. SARTORI, *Informazione economica e*

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 costi<sup>41</sup> sarebbe stato preferibile coordinare il contenuto di tali obblighi informativi, evitando di imporre la fornitura delle stesse informazioni con più canali informativi<sup>42</sup>, 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.

#### 4. *L'enforcement delle preferenze di sostenibilità.*

Passando alla fase contrattuale, l'art. 54, par. 10, reg. del. Ue 2017/565, modificato dal reg. del. Ue 2021/1253, vieta di raccomandare strumenti finanziari non conformi ad obiettivi di sostenibilità dei clienti. Tuttavia, poiché attualmente sono pochi sia i prodotti finanziari allineati alla tassonomia del regolamento 2020/852, sia i dati sull'impatto della sostenibilità sul rendimento<sup>43</sup>, un'interpretazione rigida di tale divieto potrebbe condurre a fenomeni di *mis-selling* e a perdite finanziarie per gli investitori, poiché indurrebbe gli intermediari in sede di valutazione dell'adeguatezza a sovrastimare i fattori di sostenibilità degli strumenti

---

*responsabilità civile*, Padova, 2011, 58 ss.; A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, 2 ss.; P. LUCANTONI, *L'informazione da prospetto. Struttura e funzione nel mercato regolato*, Milano, 2020, 41 ss.

<sup>41</sup> G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 203 ss.

<sup>42</sup> Il rischio di sovrapposizioni è evidenziato da D. RAMOS MUÑOZ, M. LAMANDINI, M. SIRI, op. cit, 48, 65.

<sup>43</sup> D. A. ZETZSCHE, L. ANKER-SORENSEN, op. cit., 47 ss., spec. 72-73.

finanziari, tramite la prassi del *cherry-picking*, in particolare nel caso in cui il cliente non voglia adattare le proprie preferenze di sostenibilità<sup>44</sup>.

Orientare le scelte degli investitori solo verso prodotti sostenibili comporta, poi, l'assoggettamento ai rischi di tali prodotti, come il rischio che la transizione ecologica non avvenga nei modi e nei tempi previsti, senza contare che per alcune attività economiche non esistono alternative a basse emissioni di carbonio tecnologicamente ed economicamente praticabili, sicché un prodotto diretto a finanziare attività *green* potrebbe comportare perdite finanziarie<sup>45</sup>.

Per evitare tali esternalità negative, occorre valorizzare la clausola generale dell'agire nel miglior interesse del cliente (art 21 tuf), e ritenere che l'inserimento nel portafogli di strumenti finanziari non sostenibili sia ammesso, qualora sia funzionale a diversificare il portafoglio e ad evitare, dunque, un'eccessiva concentrazione dei rischi finanziari e di transizione<sup>46</sup>.

Il vero punto dolente, però, è quello dei rimedi esperibili dal cliente qualora gli strumenti finanziari non corrispondano alle sue preferenze di sostenibilità; questione, questa, come quella delle conseguenze civilistiche della scorretta esecuzione degli obblighi di *product governance*, non affrontata dalla normativa sulla finanza sostenibile.

Il rendimento e la sostenibilità degli strumenti finanziari sono infatti due profili diversi, cosicché è possibile che il cliente non abbia sofferto alcun danno patrimoniale a causa della scorretta valutazione dell'adeguatezza<sup>47</sup> o della scorretta esecuzione degli obblighi di *product governance*.

Invero, 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.)<sup>48</sup>; l'errore normalmente è anche riconoscibile ex art. 1431 c.c., dato che l'intermediario è tenuto, secondo la diligenza

---

<sup>44</sup> V. ESMA, *Progress report on greenwashing*, cit., 56.

<sup>45</sup> M. ARRIGONI, op. cit., 265-266.

<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.

<sup>47</sup> D. BUSCH, *EU Sustainable finance Disclosure Regulation*, in *Capital Market Law Journal*, 2023, 326.

<sup>48</sup> 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.

professionale, a verificare che le caratteristiche essenziali del prodotto siano comprese dal cliente<sup>49</sup>.

In caso di assenza o di minore sostenibilità dello strumento finanziario rispetto alle attese del cliente, è possibile annullare il contratto per errore, ma, come riconosce la Corte di giustizia in materia di clausole abusive nei contratti di credito, la caducazione del contratto non è un rimedio effettivo ai sensi degli artt. 38 e 47 Carta dir. UE, perché l'immediata restituzione delle somme versate in esecuzione del contratto dissuade il consumatore dall'esercizio dell'azione<sup>50</sup>. Si potrebbe sostenere che le preferenze di sostenibilità del cliente "colorino" la causa concreta del contratto di gestione di portafoglio e delle 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, che pare in contrasto con la distinzione tra violazione di regole di comportamento e violazione di regole di validità<sup>51</sup>, non è, come l'annullabilità, nell'interesse del cliente per gli *effetti* restitutori conseguenti, soprattutto nel caso in cui gli strumenti finanziari si siano rivelati adeguati sotto il profilo finanziario.

Il rilievo del disinteresse del cliente alla caducazione del contratto è dirimente anche per escludere che del diritto all'autodeterminazione della

---

<sup>49</sup> R. NATOLI, "Le spiegazioni adeguate", cit.

<sup>50</sup> 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 ss., spec. 826-827; v. anche N. REICH, *The Principle of Effectiveness and EU Contract Law*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2013, 337 ss. In tal senso D. BUSCH, op. cit., 326-327

<sup>51</sup> V. Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 432 ss., 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 anche da A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contr.*, 2008, 393 ss.; 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 ss.; PROSPERI, *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. impr.*, 2008, 936 ss. Sul tema, anche con riferimento alla giurisprudenza successiva, v. A. TUCCI, *Il contratto inadeguato e il contratto immeritevole*, in *Contr. impr.* 2017, 921 ss., spec. 950, ove afferma che « la violazione delle regole di condotta[...] può condurre alla nullità dei contratti che danno veste giuridica alle singole operazioni di investimento, allorchè il comportamento *contra legem* penetri, snaturandola[...], nella causa del singolo contratto, conducendo a una valutazione, in termini di non meritevolezza, del complessivo assetto di interessi ». 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 ss.

persona, tutelato dagli artt. 2, 13 e 32 Cost<sup>52</sup>, o del valore ambientale, tutelato dall'art. 41, 2° comma, Cost., possa farsi applicazione orizzontale in termini di *unmittelbare Drittwirkung*, seguendo una tesi minoritaria ma autorevole, che in tal caso condurrebbe a sindacare la validità del contratto che non consideri o travisi le preferenze di sostenibilità del cliente<sup>53</sup>.

Tale tesi, già di per sé non condivisibile in quanto gravemente lesiva della certezza del diritto alla luce della genericità dei diritti e dei principi costituzionali<sup>54</sup>, è ancor meno condivisibile se applicata ai contratti dei mercati regolati, non solo perché questi sono conclusi "in serie" con una moltitudine di clienti, ma soprattutto perché contrasta con le esigenze di certezza delle negoziazioni, stabilità del mercato e fiducia degli investitori, che rientrano tra gli obiettivi della vigilanza e che devono guidare la ricostruzione dei rimedi<sup>55</sup>.

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 obbliga al risarcimento del danno non patrimoniale qualora il contratto sia volto a soddisfare interessi di tal

---

<sup>52</sup> Cass., 5 settembre 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 ss., spec. 721; Cass., 11 novembre 2019, n. 28985, in *Corr.giur.*, 2020, 348 ss., con nota di G. FACCI, *San martino, il consenso informato ed il risarcimento dei danni*, *ivi*, 353 ss.; 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.

<sup>53</sup> La tesi dell'*unmittelbare Drittwirkung* è stata espressa da Corte cost., 21 ottobre 2013, n. 248, in *Contr.*, 2014, 926 ss., con nota di G. D'AMICO, *Applicazione diretta dei principi costituzionali e nullità della caparra confirmatoria "eccessiva"*, *ivi*, 927 ss., e in dottrina da P. PERLINGIERI, *Norme costituzionali e rapporti di diritto civile*, in *Rass. dir. civ.*, 1990, 120 ss. 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. In senso contrario a sindacare i contratti sulla base del principio dello sviluppo sostenibile v. B. SERVIDA, *Sostenibilità ambientale, autonomia privata e private regulation*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, 2024, 1 ss., spec. 10 ss.

<sup>54</sup> G. D'AMICO, *Applicazione diretta dei principi costituzionali e nullità della caparra*, *cit.*, 933-934.

<sup>55</sup> Il nesso tra fini 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 assicurazione*, Milano, 2012, 109-110.

fatta<sup>56</sup>, 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, tutelato dagli artt. 2, 13 e 32 Cost<sup>57</sup>. Tali disposizioni possono certamente integrare le clausole generali dell'adeguatezza e del miglior interesse del cliente (art. 21 t.u.f.)<sup>58</sup>, orientando il giurista verso l'interpretazione che soddisfi sia l'interesse finanziario sia le preferenze di sostenibilità dell'investitore<sup>59</sup>.

Non sono però esenti da difficoltà l'allegazione e la prova del danno 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, persino, la sussistenza di un qualsivoglia danno conseguenza<sup>60</sup>.

---

<sup>56</sup> In dottrina F. TESCIONE, *Il danno non patrimoniale da contratto*, Napoli, 2008, 44 ss.; A. M. BENEDETTI, *Pregiudizi anticontrattuali e danno non patrimoniale da inadempimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 1 ss.; E. NAVARRETTA, *Il danno non patrimoniale contrattuale. Profili sistematici di una nuova disciplina*, in *Persona e Mercato*, 2011, 185 ss.; in giurisprudenza Cass. sez. un., 11 novembre 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 ss.; 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 ss. V. però M. BARCELLONA, *Il danno non patrimoniale*, Milano, 2008, 80 ss., spec. 95.

<sup>57</sup> Cass., 5 settembre 2022, n. 26104, in *Danno e resp.*, 2022, 715 ss., con nota di G. SPOTO, cit., 718 ss., spec. 721; Cass., 11 novembre 2019, n. 28985, in *Corr.giur.*, 2020, 348 ss., con nota di G. FACCI, cit., 353 ss.; in dottrina C. IRTI, cit., 292, nota 27.

<sup>58</sup> In senso contrario 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 Alibrandi, M. Rabitti, F. Sartori, 85 ss., per il quale l'adeguatezza non è una clausola generale.

<sup>59</sup> Secondo la dottrina prevalente, i diritti fondamentali hanno efficacia nei rapporti orizzontali quali canoni ermeneutici delle clausole generali; M. W. HESSELINK, *The Horizontal Effect of Social Rights in European Contract Law*, in *Eur. dir. priv.*, 2003, 1 ss., spec. 5 ss.; 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; O. CHEREDNYCHENKO, *Fundamental rights and private law: A relationship of subordination or complementarity?* in *Utrecht Law Review*, 2007, 1 ss.; 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 ss.

<sup>60</sup> A. CARRISI, *La finanza sostenibile e la ricerca di nuovi parametri di adeguatezza*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 11.

Invero, la giurisprudenza prevalente in materia di lesione del diritto all'autodeterminazione dei pazienti da parte del medico, ritiene che il danno in questione non sia *in re ipsa* nella lesione del diritto, ma che debba essere puntualmente allegato in quanto oggetto di risarcimento è sempre il danno conseguenza<sup>61</sup>. 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.

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 e la stabilità del sistema finanziario<sup>62</sup>.

Si tratta degli interessi la cui cura è attribuita alla CONSOB e alla Banca d'Italia dall'art. 5 t.u.f.; dalla rilevanza macro-economica del *green* e del *social washing* consegue dunque che la tipologia di *enforcement* più adeguata è quella pubblicistica, che prescinde sia da un'istanza della parte danneggiata sia dalla sussistenza di un danno<sup>63</sup>.

Anche in materia di *greenwashing*, dunque, il *public enforcement* diviene strumento a tutela anche di interessi dei risparmiatori sostitutivo del *private enforcement*, come si evince dall'inclusione della tutela degli investitori tra gli obiettivi della vigilanza sanciti dall'art. 5 t.u.f.<sup>64</sup>. Del resto la considerazione dei fattori e delle preferenze di sostenibilità presenta ormai quel duplice rilievo sia quale regola organizzativa dell'attività di

---

<sup>61</sup> Cass., 12 giugno 2023, n. 16633, in *One Legale.*; Cass., 30 ottobre 2023, n. 30032, in *One Legale*. Rimane isolata tesi espressa da Cass., 23 marzo 2018, n. 7260, in *Giur. it.*, 2019, 287 ss., con nota, nel senso evidenziato nel testo, di C. IRTI, *op. cit.*, ivi, 288, che ritiene implicito il danno nella lesione della libertà di compiere le proprie scelte di vita nel proprio percorso esistenziale.

<sup>62</sup> 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; cfr. con riferimento ai *green claims* negativi L. ZOBOLI, *op. cit.*, 325.

<sup>63</sup> In tal senso v. anche E. MACCHIAVELLO, *cit.*, 64.

<sup>64</sup> V. A. TUCCI, *Strumenti amministrativi e mezzi di tutela civilistica: verso un superamento della contrapposizione?* in *Riv. dir. banc.*, 2020, 75 ss. La preferenza per l'*enforcement* pubblicistico della normativa sulla finanza sostenibile è sostenuta anche da E. MACCHIAVELLO, *cit.*, 63 ss.



un'impresa soggetta alla vigilanza pubblica, sia quale regola riferibile all'esecuzione del contratto fra intermediari e clienti<sup>65</sup>.

Ed infatti, la valutazione dell'adeguatezza non è solo un obbligo del contratto di gestione di portafogli, ma anche è una procedura che deve assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi ai sensi dell'art. 21, comma 1, lett. d), t.u.f., ed il cui inefficiente svolgimento rileva sia nel giudizio di responsabilità contrattuale del gestore, data la connessione tra l'organizzazione di impresa e il contratto<sup>66</sup>, sia soprattutto quale fonte di responsabilità idonea a generare provvedimenti sanzionatori pubblicistici. Lo stesso vale per la *product governance*, che costituisce un presidio organizzativo tale da integrare anche «una necessaria fase di pre-adempimento che non è semplicemente prodromica all'offerta, ma [...]diventa parte integrante dell'obbligazione contrattuale dell'intermediario»<sup>67</sup>.

Tuttavia la connessione tra il contratto e l'impresa e la conseguente doppia valenza delle regole organizzative dell'impresa, sul piano dell'attività e sul piano dell'adempimento degli obblighi contrattuali, non sono certo una novità introdotta dalla MiFID II. Invero, che il contratto nei mercati regolati presupponga un'adeguata organizzazione d'impresa, ai sensi dell'art. 2086 c.c., è un principio affermato oltre un secolo fa da Cesare Vivante, il quale scriveva che, «L'affare isolato di assicurazione[...]deve considerarsi come una forma imperfetta, sia economicamente che giuridicamente, del contratto di assicurazione»<sup>68</sup>. 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 somministrarle i capitali assicurati alle scadenze promesse»<sup>69</sup>. Ben prima della MiFID II, dunque, Vivante affermava che «l'esercizio effettivo e sistematico da parte di un'impresa non è dunque un fatto estraneo ai rapporti giuridici dei

---

<sup>65</sup> V. A. 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*, Milano, 2012, 77.

<sup>66</sup> U. MALVAGNA, *Organizzazione dell'impresa di investimento e giudizio di inadempimento nel servizio di gestione di portafogli*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, 257 ss.

<sup>67</sup> Così F. PETROSINO, op. cit., 12.

<sup>68</sup> Così C. VIVANTE, *Dell'assicurazione*, in *Il Codice di commercio commentato*, VI, a cura di L. Bolaffio, C. Vivante, ed. III, Torino, 1909, 12.

<sup>69</sup> Così C. VIVANTE, op. cit., 12.

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»<sup>70</sup>.

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 della normativa sulla finanza sostenibile, priva di mezzi effettivi di *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, dell'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 ai poteri di *product intervention* si assegna proprio un ruolo residuale, quale *extrema ratio* nel caso di fallimenti del mercato e di inutilità dei tradizionali mezzi di tutela <sup>71</sup>.

Inoltre, la scorretta esecuzione della processi di *product governance* e della valutazione dell'adeguatezza, incluse 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, t.u.f., 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 possibilità di un modesto risarcimento del danno per lesione delle preferenze di sostenibilità, incerto nella prova e soggetto ai lunghi tempi del processo civile.

Il *public-enforcement* è preferibile anche per contrastare i *green claims* ingannevoli, ora inclusi per effetto della direttiva 2024/825/UE tra le pratiche commerciali scorrette, che sono sanzionabili d'ufficio dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ai sensi dell'art. 8, d.lgs. 145/2007, perché il *greenwashing* costituisce condotta lesiva di tutto il mercato e non solo di singoli clienti o imprese<sup>72</sup>.

---

<sup>70</sup> Così C. VIVANTE, op. cit., 11.

<sup>71</sup> F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, 1122-1123; F. PETROSINO, op. cit., 148-149.

<sup>72</sup> In tal senso L. ZOBOLI, op. cit., 312 ss.

Poiché il calcolo costi-benefici è un deterrente al ricorso alla tutela giurisdizionale contro il *green e il social washing*, un altro rimedio effettivo è la *class-action* di cui agli artt. 140-ter ss. cod. cons., che consente la trattazione in un unico giudizio delle questioni risarcitorie derivanti dalle lesioni di «interessi collettivi dei consumatori danneggiati da una violazione delle disposizioni di cui all'allegato II-septies», e che dunque produce efficienza evitando la moltiplicazione dei costi di *litigation*<sup>73</sup>.

I consumatori lesi da uno scorretto svolgimento dei processi di *product governance* o di valutazione dell'adeguatezza potranno far valere o la violazione delle disposizioni del d.lgs. n. 146/2007, che attua la direttiva 2005/29/CE, in quanto il *green e il social washing* costituiscono pratiche commerciali scorrette<sup>74</sup>, o del d.lgs. 129/2017 attuativo della MiFID II, mentre i clienti non qualificabili come consumatori potranno ricorrere all'azione di classe grazie all'art. 840-bis c.p.c.<sup>75</sup>.

##### 5. Conclusioni. Reg Tech e semplificazione normativa.

Per realizzare lo scopo di un'economia sostenibile, alle imprese di investimento è imposto, conformando l'attività di impresa, di valutare le preferenze di sostenibilità all'interno dei propri processi organizzativi. Ciò non muta l'essenza degli istituti fondamentali del diritto dell'economia, ma ne arricchisce i contenuti: la società persegue uno scopo di lucro ai sensi dell'art. 2247 c.c., ma deve considerare gli interessi ambientali nei processi produttivi e nei rapporti coi terzi<sup>76</sup>; il contratto rimane lo strumento di allocazione della ricchezza che persegue una logica

---

<sup>73</sup> V.F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, 308-312. Sulla direttiva 2020/1828, che reca la disciplina europea della *class action*, 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 ss.; G. 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 ss.

<sup>74</sup> L. ZOBOLI, op. cit., 295 ss.

<sup>75</sup> V. E. MINERVINI, *La tutela collettiva dei consumatori e la l. 12 aprile 2019, n. 31*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 346 ss., spec. 355 ss.; G. PONZANELLI, *La nuova class action*, in *Danno e resp.*, 2019, 307 ss. A conclusioni simili giunge F. PETROSINO, op. cit., 153 ss.

<sup>76</sup> R. COSTI, *Sostenibilità e scopo della società*, in *Banca impr. soc.*, 2023, 503 ss.

mercantile e utilitaria, e non l'utilità sociale<sup>77</sup>, ma deve tenere conto anche dell'interesse non patrimoniale del cliente; prodotti e strumenti finanziari rimangono forme di investimento che prevedono un'aspettativa di rendimento<sup>78</sup>, ma la loro adeguatezza deve essere valutata anche in base a parametri non economici.

Tuttavia la mancanza di organicità della normativa sulla finanza sostenibile 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 sociale<sup>79</sup>.

Il mancato coordinamento delle riforme della MiFID II sia con il Reg. UE 2023/2859, sia con la CSRD, e la mancanza di un regolamento sugli investimenti socialmente sostenibili complicano la *compliance* delle imprese e aumentano il rischio legale e reputazionale<sup>80</sup> (si pensi al rischio di subire *class actions* e provvedimenti restrittivi o sospensivi della distribuzione dei prodotti ai sensi dell'art. 40, Reg. UE 600/2014, molto dannosi sul piano reputazionale anche perché oggetto di pubblicazione).

La normativa europea sulla finanza sostenibile si caratterizza poi per l'assenza di un *level playing field* (vedi gli arbitraggi normativi tra i distributori di strumenti finanziari sostenibili e i distributori di prodotti assicurativi-finanziari sostenibili e tra le cripto-attività e le altre forme di investimento) e scarsa effettività, in quanto mancano disposizioni specifiche sull'*enforcement* privatistico.

L'ipertrofia di normative speciali limitative dell'iniziativa economica privata non è una novità, se si pensa alle normative settoriali introdotte dagli anni '70 in poi del secolo scorso, nel periodo definito da Natalino Irti come l'età della decodificazione<sup>81</sup>. Ora come allora, la nascita di valori ed istanze sociali nuovi, come quello della sostenibilità, sta comportando l'introduzione di nuove normative eccentriche e separate rispetto alle

---

<sup>77</sup> M. BARCELLONA, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova, 2015, 1 ss., spec. 186 ss.

<sup>78</sup> V. P. FERRO-LUZZI, *Attività e «prodotti» finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 133 ss.; v. CONSOB, Comunicazione n. 0385340 del 28 aprile 2020, 1 ss.

<sup>79</sup> E. MACCHIAVELLO, cit., 3.

<sup>80</sup> V. SIRI, ZHU, op. cit., 36-37.

<sup>81</sup> N. IRTI, *L'età della decodificazione*, Milano, 1999, 1 ss.

normative generali, queste ultime espressione di un pensiero giuridico legato ad una ideologia pregressa<sup>82</sup>.

Nel settore finanziario il problema dell'*over-regulation* è però aggravato dal sistema multi-livello delle fonti dovuto alla procedura *Lamfalussy*, che annovera sia normative nazionali sia sovranazionali, fonti legislative e non, atti delle diverse autorità indipendenti, linee guida, pareri, *opinions*<sup>83</sup>. Come insegna Paolo Grossi, la proliferazione delle fonti del diritto è dovuta alla riscoperta del pluralismo giuridico e all'aumento della complessità della società moderna, che hanno portato al tramonto del monismo giuridico dell'Ottocento, che vedeva nello Stato l'unico produttore del diritto nella forma dei codici<sup>84</sup>.

Il destino di perdita centralità toccato al codice civile rischia pertanto di colpire anche il Testo unico bancario - che ha creato uno statuto normativo speciale per l'impresa bancaria rispetto all'impresa codicistica<sup>85</sup> - e il Testo unico della finanza, non solo perché la normativa sulla finanza sostenibile si colloca 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.

La soluzione ai problemi citati risiede nella semplificazione del sistema delle fonti del diritto dell'economia, che richiede sia una integrazione verticale del diritto, alla luce della dimensione globale e della complessità dei mercati finanziari<sup>86</sup>, sia un'integrazione orizzontale, poiché l'integrazione verticale non può assicurare una normativa coerente se il settore finanziario è regolato da una pluralità di normative settoriali non

---

<sup>82</sup> V. L. NIVARRA, *Diritto privato e capitalismo. Regole giuridiche e paradigmi di mercato*, Napoli, 2010, 55 ss., spec. 58 ss.

<sup>83</sup> 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 ss.; 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 ss.

<sup>84</sup> P. GROSSI, *Oltre la legalità*, Bari-Roma, 2020, 9 ss., spec. 23.

<sup>85</sup> 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 ss.

<sup>86</sup> 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 ss.; v. A. SCIARRONE-ALIBRANDI, *Le fonti*, in *Diritto commerciale. IV.*, cit., 30 ss.

comunicanti, come i regolamenti europei, esterne ai testi unici, che perdono la loro centralità<sup>87</sup>.

Verso l'integrazione orizzontale delle regole del settore finanziario depone l'art. 19, l. n. 21/2024, che ha delegato il Governo ad adottare dei decreti legislativi per la riforma del TUF, seguendo il criterio direttivo di cui alla lettera l) che prevede la razionalizzazione e il coordinamento del TUF, del TUB, del CAP e della normativa sulla previdenza complementare<sup>88</sup>.

Per coniugare integrazione verticale ed orizzontale si potrebbe introdurre un testo unico delle attività bancarie e finanziarie a livello europeo, ma si tratta più di una suggestione che di una concreta possibilità alla luce dell'attuale quadro politico-istituzionale europeo<sup>89</sup>.

Una seconda soluzione all'*over-regulation* risiede nell'applicazione della tecnologia all'attività di *compliance* e di vigilanza nel sistema finanziario (*RegTech*), che consente di abbattere i costi di *compliance* riducendo il lavoro umano, di adattarsi più rapidamente alle sopravvenienze normative aumentando la velocità dei processi e di diminuire le sanzioni per mancata *compliance* limitando il rischio di errori operativi<sup>90</sup>. 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 corrette, 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

---

<sup>87</sup> V. M. SEPE, *Integrazione orizzontale: verso un testo unico delle attività finanziarie*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, cit., 71 ss.; A. SCIARRONE-ALIBRANDI, *Le fonti*, cit., 45.; v. V. COLAERT, *European Banking, Securities and Insurance Law: cutting through sectoral lines?* in *Common Market Law Review*, 2015, 1579 ss.

<sup>88</sup> M. SEPE, *Integrazione orizzontale*, cit., 71 ss.

<sup>89</sup> A. SCIARRONE-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.

<sup>90</sup> A. PERRONE, *La nuova vigilanza. Regtech e capitale umano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, 516 ss., spec. 521; 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 ss.

CSRD abbia formato elettronico, ciò non è previsto dal SFDR per le informazioni rese dai partecipanti ai mercati finanziari <sup>91</sup>.

Si pensi poi al ruolo che gli algoritmi e l'intelligenza artificiale possono svolgere per valutare le preferenze di sostenibilità nell'ambito della *product governance* e della valutazione dell'adeguatezza, permettendo di ridurre i costi e i tempi di esecuzione di tali processi<sup>92</sup>, e, analizzando enormi set di dati, relativi ad esempio a pagamenti digitali o ad interazioni sui *social media*, di individuare correlazioni statistiche nel data-set<sup>93</sup> e di conoscere le preferenze dei clienti sui temi ambientali e sociali meglio di quanto non si possa fare con un questionario. L'allargamento della profilazione della clientela a profili *stricto sensu* non finanziari, infatti, rende opportuno anche l'utilizzo dei dati prodotti dai *social media* nella *product governance* e nella valutazione della adeguatezza, nell'ambito delle quali non esiste un divieto all'utilizzo di tali dati, come invece è opportunamente sancito per la valutazione del merito creditizio dall'art. 18, par. 3, della dir. UE 2023/2225<sup>94</sup>.

---

<sup>91</sup> 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.

<sup>92</sup> 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 ss.

<sup>93</sup> 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 ss.

<sup>94</sup> 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 2008/48/CE. Perplexità sull'utilizzo dei dati social nell'ambito della valutazione del merito creditizio erano già state espresse precedentemente alla direttiva: v. G. MATTARELLA, *Big data e accesso al credito degli immigrati: discriminazioni algoritmiche e tutela del consumatore*, in *Giur. comm.*, 2020, 702 ss.