

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

COMITATO DI DIREZIONE

M. ANDENAS – F. CAPRIGLIONE
M.PELLEGRINI – D. ROSSANO – M. SEPE

Supplemento al n. 1/2024

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Comitato di Direzione

M. Andenas - F. Capriglione – M. Pellegrini – D. Rossano – M. Sepe

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato Editoriale

F. Affinito – N. Casalino – C. Giustiniani – V. Lemma – C. Marasco – A. M. Pancallo

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno
essere riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus
su altre proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO

E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, C. Brescia Morra, M. Brogi, R. Calderazzi, M. Clarich, R. Cocozza, G. Colavitti, G. Conte, P. E. Corrias, G. C. Corvese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Donna, F. Guarracino, F. Di Porto, V. Donativi, P. Gaggero, I. Ingravallo, R. Lener, P. Lucantoni, L. Ludovici, N. Lupo, A. Mangione, E. Maria Lombardi, G. Martina, R. Miccù, F. Moliterni, G. Napolitano, M. Passalacqua, M. Rabitti, P. Reichlin, A. Sacco Ginevri, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, D. Siclari, V. Troiano, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

Al fine di assicurare uno standard elevato della qualità scientifica dei contributi pubblicati, nel rispetto dei principi di integrità della ricerca scientifica, la Rivista adotta un modello di revisione dei manoscritti proposti per la pubblicazione che contempla il referaggio tra pari a doppio cieco (double blind peer review). I contributi inviati alla Rivista sono oggetto di esame da parte di due valutatori individuati all'interno di un elenco, periodicamente aggiornato, di Professori ordinari, associati e ricercatori in materie giuridiche. L'assegnazione è effettuata dal Comitato di Direzione in accordo con il Direttore Responsabile tenendo conto delle aree di competenza di ciascun revisore e in assenza di conflitti di interessi con l'autore/l'autrice del contributo. Il contributo è trasmesso dal Comitato editoriale ai referees in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione.

A seguito del referaggio, attraverso comunicazione telematica da parte del Comitato editoriale, l'Autore riceve la scheda contenente il parere anonimo reso dai valutatori. Se i valutatori si esprimono a favore della pubblicazione senza modifiche, il contributo è avviato alla pubblicazione. Se anche uno solo dei valutatori si esprime a favore della pubblicazione subordinandola a modifiche, i rilievi così formulati sono trasmessi all'Autore (sempre in forma anonima). Nel caso in cui l'Autore decida di uniformarsi, egli trasmette il contributo modificato al Comitato editoriale che, su indicazione del Comitato di Direzione, può inoltrarlo di nuovo al valutatore oppure procedere direttamente alla pubblicazione. In caso di valutazione finale positiva, il contributo è avviato alla pubblicazione; in caso contrario, il Comitato di Direzione valuta se rifiutare il contributo o procedere a un'ulteriore fase di revisione. In ogni caso, in presenza di pareri dissenzienti tra i valutatori, il Comitato di direzione si assume la responsabilità di procedere alla pubblicazione, previo parere di un componente del Comitato scientifico scelto *ratione materiae*. Qualora entrambi i valutatori esprimano parere negativo alla pubblicazione, il contributo viene rifiutato a meno che il Direttore non ne autorizzi la pubblicazione se ritiene che esso soddisfi gli standard scientifici della Rivista. Per ogni ulteriore chiarimento si rinvia al Codice Etico pubblicato sul sito internet della Rivista.

TEMI E PROBLEMI

DI

DIRITTO DELL'ECONOMIA

Liber amicorum Laura Ammannati

A cura di Allegra Canepa e Gian Luca Greco*

* I curatori del *Liber Amicorum* ringraziano il Prof. Diego Rossano per la preziosa collaborazione prestata nella raccolta dei contributi e la Fondazione G. Capriglione onlus per aver ospitato la pubblicazione degli scritti nella prestigiosa 'Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia'.

INDICE

ALLEGRA CANEPA, GIAN LUCA GRECO – *Presentazione* (Introduction)1

PARTE I. GOVERNANCE DELL'ECONOMIA

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *Concorrenza e stabilità nel paradigma digitale*
(Competition and stability in the digital paradigm)3

MAURO GIUSTI – *Il requisito (desueto) dell'annualità della "legge per il mercato e la concorrenza"* (The outdated annual frequency requirement for the 'market and competition law')37

GIOVANNI LUCHENA – *Il governo degli aiuti di Stato nell'economia in transizione* (The governance of state aid in the transition economy)53

ANDREA SACCO GINEVRI – *Rileggendo "Le privatizzazioni in Italia" di Laura Ammannati* (Reading again the book "Privatizations in Italy" directed by Laura Ammannati)71

BRUNELLA RUSSO – *La tutela dell'integrità dei mercati e ruolo proattivo dello Stato nell'evoluzione della disciplina golden power: le possibili criticità applicative dei nuovi profili operativi* (The protection of market integrity and proactive role of the state in the evolution of the golden power discipline: the possible critical applications of the new operational profiles).....83

DOMENICO SICLARI – *Codice della crisi di impresa ed efficienza dei mercati: la relative priority rule dopo la Direttiva (UE) 2019/1023* (Italian Code for business crisis and

insolvency and market efficiency: the relative priority rule after Directive (EU) 2019/1023).....109

SANDRO AMOROSINO – *La localizzazione delle opere pubbliche e di interesse pubblico nel Codice dei contratti (d.lgs. n.36/2023)* (The location of public works and public interest projects in the Contracts Code (Legislative Decree No. 36/2023)).....125

PARTE II. MERCATI DIGITALI, TUTELA DEI CONSUMATORI E SOSTENIBILITÀ

ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI – *AI ACT e Giustizia Digitale* (AI Act and Digital Justice).....140

MADDALENA RABITTI, FABIO BASSAN – *L'“evoluzione” del consumatore: dal consumatore medio al consumatore attivo* (From average to engaged: some consideration on consumer evolution).....154

FEDERICO FERRETTI – *Mercato digitale ed empowerment del consumatore: verso la necessità di una nuova interpretazione del consumatore ‘medio’. Implicazioni per la regolamentazione del mercato interno dell’Unione europea* (Digital market and consumer empowerment: towards a new interpretation of the ‘average’ consumer. Implications for the regulation of the internal market of the European Union).....184

GIAN LUCA GRECO – *Il credito al consumatore in tempo di infodemia* (Consumer Credit in the infodemic age)211

MATTEO ORTINO – *Rigidità ed elasticità delle norme nell’era digitale: dal diritto dei consumatori al diritto bancario, al diritto della concorrenza* (Rules and standards in the digital era: from consumer law to banking law, to competition law).....239

GIULIANO LEMME – <i>La proposta di Regolamento europeo sulla intelligenza artificiale e la gestione dei rischi: una battaglia che può essere vinta?</i> (The proposal for a European regulation on artificial intelligence and risk management: a battle that can be won?).....	259
FILIPPO SARTORI – <i>Attività bancaria e processi di transizione</i> (Banking activities and transition processes).....	276
MARIA ELENA SALERNO – <i>Le nuove linee guida dell’ESMA in materia di requisiti di sostenibilità nella prestazione dei servizi di consulenza e di gestione di patrimoni</i> (ESMA’s new guidelines on sustainability requirements in the provision of consultancy and asset management services).....	307
FRANCESCO ACCETTELLA – <i>Sostenibilità e disclosure nei mercati finanziari: uno sguardo oltre le apparenze</i> (Sustainability and disclosure in financial markets: a look beyond appearances).....	332
ELISABETTA BANI, PIERLUIGI DE BIASI – <i>I green bond e la loro prima disciplina ai sensi del Regolamento (UE) 2023/2631</i> (The Green Bonds and their first legal frame work under Regulation (UE) 2023/2631).....	351
CARMELA ROBUSTELLA, MARIO NATALE – <i>La regolamentazione del buy now, pay later alla luce della nuova direttiva sul credito ai consumatori</i> (The regulation of Buy Now, Pay Later in the new consumer credit directive).....	369

PARTE III. SERVIZI FINANZIARI TRA TRADIZIONE E INNOVAZIONE

- MIRELLA PELLEGRINI, ANTONIO DAVOLA – *Indipendenza economica ed empowerment femminile: riflessioni in prospettiva di genere sul diritto del mercato finanziario* (Economic independence and female empowerment: a feminist perspective on financial market law).....406
- RAFFAELE LENER, SALVATORE LUCIANO FURNARI – *La “decentralizzazione” dei mercati finanziari. Innovazione tecnologica e nuove istanze di regolamentazione* (Decentralization of financial markets. Technological innovation and new regulatory issues).....447
- FILIPPO ZATTI – *La regolamentazione della finanza decentralizzata tra sfide attuali e prospettive future: un “primer”* (Regulating decentralized finance: key challenges and future outlook: a primer)467
- MARIA TERESA PARACAMPO – *La transizione a MICA tra framework armonizzato, misure transitorie e clausole di salvaguardia. Il caso dei prestatori di servizi per le crypto-attività di diritto nazionale* (The transition to MICA between harmonized framework, transitional measures and grand-fathering clause. The case of crypto-asset service national law providers).....481
- FRANCESCO CIRAIOLO – *L’offerta di servizi bancari nel metaverso. Prodromi di un nuovo ecosistema finanziario nella dimensione virtuale, tra opportunità di sviluppo e ostacoli normativi* (The provision of banking services in the metaverse. Harbingers of a new financial ecosystem in the virtual dimension, between development opportunities and regulatory obstacles).....504

ALLEGRA CANEPA – <i>“Alla ricerca del tempo perduto” nei mercati finanziari: l’accelerazione digitale nei pagamenti, nell’accesso al credito e nella movimentazione dei depositi</i> (Financial services and digital acceleration: payment services, consumer credit and bank deposits).....	525
ROBERTO CARATOZZOLO – <i>Nuovi contratti di credito e tutele del consumatore: i modelli di buy now pay later</i> (New credit agreements and consumer protection: buy now pay later models).....	552
VALERIO LEMMA – <i>Sviluppi della corporate governance bancaria tra innovazione, efficienza e responsabilità</i> (Advancements in Banking Corporate Governance Balancing Innovation, Efficiency and Accountability)	573
ANTONELLA BROZZETTI – <i>Alcune riflessioni su indipendenza, accountability e assetto della vigilanza bancaria nell’UE</i> (Some reflections on independence, accountability, and the structure of banking supervision in the eu).....	591
PAOLO GAGGERO – <i>Correttezza nei, e trasparenza dei rapporti di intermediazione creditizia: una relazione dialogica</i> (Fairness and transparency of credit intermediation relationships: a dialogic relationship).....	629
PAOLA LUCANTONI – <i>La trasparenza bancaria nella prospettiva dell’atto e del contratto, dell’organizzazione e del mercato</i> (Banking transparency from the perspective of act and contract, organization and market).....	654
ROSA CALDERAZZI – <i>Appunti sullo studio della sostenibilità bancaria</i> (Notes on the study of banking sustainability).....	673

PAOLOEFISIO CORRIAS – <i>Value for money, product governance e obbligo di adeguatezza nel mercato assicurativo: uno sguardo d’insieme</i> (Value for money, product governance and adequacy obligation in the insurance market: an overall look).....	689
FILIPPO ANNUNZIATA – <i>Spunti per lo sviluppo di un mercato dei capitali europeo rivolto agli investitori retail</i> (Ideas for the development of a european capital market aimed at retail investors).....	709
SARA LANDINI – <i>Piattaforme e Crowdfunding nel credito alle PMI agricole</i> (Platforms and Crowdfunding in lending to agricultural SMEs).....	733
STEFANO LOMBARDO – <i>La sentenza del BVerfG sul Next Generation EU fra unione monetaria e futuribile unione fiscale</i> (The decision of the BVerfG on the Next Generation EU between monetary union and futuristic fiscal union).....	751
FRANCESCA MATTASOGLIO – <i>Euro digitale. Tra moneta programmabile e pagamenti condizionati</i> (Digital euro. Among programmable money and conditional payments).....	769

LE NUOVE LINEE GUIDA DELL'ESMA IN MATERIA DI REQUISITI DI SOSTENIBILITÀ NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI CONSULENZA E DI GESTIONE DI PATRIMONI *

(ESMA's new guidelines on sustainability requirements in the provision of consultancy and asset management services)

ABSTRACT: *Il Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione europea, presentato nel pacchetto sulla finanza sostenibile del 21 aprile 2021, integra i fattori, i rischi e le preferenze legati alla sostenibilità nell'informativa della MiFID II e nel quadro di condotta per i consulenti e i gestori di portafoglio, specificamente previsto dal Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione europea. Questa integrazione solleva diversi interrogativi e problemi interpretativi, soprattutto legati all'applicazione delle regole di valutazione dell'adeguatezza e dei relativi obblighi informativi, che possono portare a un conflitto tra i due obiettivi normativi meritevoli di attenzione: garantire la sostenibilità, perseguita dal recente intervento normativo della Commissione, e la protezione degli investitori, focalizzata dalla disciplina MiFID II. Il presente contributo si propone di verificare se le rinnovate Linee Guida ESMA su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza (3 aprile 2023) riescano a chiarire e interpretare alcuni aspetti "rischiosi" delle norme modificate in modo da bilanciare adeguatamente i due obiettivi normativi, evitando che il perseguimento di uno metta a rischio l'altro. Più precisamente, la nuova soft regulation dell'ESMA dovrebbe essere in grado di garantire che la sostenibilità non diventi un pretesto che permetta agli intermediari finanziari, in modo formalmente legittimo, di danneggiare gli investitori in strumenti finanziari venendo meno al loro dovere di agire nel miglior interesse (economico) del cliente.*

* Contributo approvato dai revisori.

The European Commission Delegated Regulation (EU) 2021/1253, put forward in the Sustainable Finance Package of 21 April 2021, integrates sustainability-related factors, risks and preferences into in the MiFID II disclosure and the conduct-of-business framework for advisors and portfolio managers, specifically laid down in the European Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565. This integration raises several questions and interpretative issues, especially connected with the application of suitability-assessment rules and related disclosure obligations, which may lead to a conflict between the two worthwhile regulatory objectives: ensuring sustainability, pursued by the Commission's recent regulatory intervention, and investor protection, focused by the MiFID II discipline. The paper aims to examine whether the renewed ESMA Guidelines on certain aspect of suitability requirements (April 3, 2023) succeed in clarifying and interpreting some "risky" aspects of amended rules so that they can adequately balance the two regulatory objectives, preventing the pursuit of one from jeopardising the other. More precisely, the new ESMA soft regulation should be able to ensure that sustainability does not become a pretext allowing financial intermediaries, in a formally legitimate manner, to harm investors in financial instruments by failing to fulfil their duty to act in the best (economic) interest of the client.

SOMMARIO: 1. Premessa; - 2. Linee Guida dell'ESMA; - 2.1. Finalità e analisi costi-benefici; - 2.2. La profilatura del cliente; - 2.3. La mappatura del prodotto; - 2.4. La valutazione di adeguatezza (abbinamento cliente/prodotto); - 3. Considerazioni conclusive.

1. Con il Regolamento delegato (UE) 2021/1253¹, contenuto *Sustanaible*

¹ Il Regolamento nasce dalla proposta della Commissione C/2021/2616 ed è pubblicato in GU L 277 del 2 agosto 2021 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32021R1253&qid=1642427741599>). L'attuale versione del Regolamento delegato è la quarta di una serie di progetti pubblicati dalla Commissione tra il 2018 e il 2021. Per un esame dell'evoluzione del contenuto di tali progetti e delle relative implicazioni, v.: MEZZANOTTE, *Accountability in EU Sustainable Finance: Linking the Client's Sustainability Preferences and the MiFID II Suitability Obligation* (August 6, 2021), in *Capital Markets Law Journal*, v. 16(4), 482 ss. <https://ssrn.com/>

*Finance Package del 21 aprile 2021*², la Commissione Europea integra i fattori³, i rischi⁴ e le preferenze di sostenibilità⁵ nella normativa di derivazione MiFID II, segnatamente nella disciplina concernente i requisiti organizzativi e le regole di condotta delle imprese di investimento di cui al Regolamento delegato (UE) 2017/565.

Come è emerso da precedenti scritti ai quali rinviamo⁶, tale integrazione suscita una serie di interrogativi e di problemi interpretativi, che riprenderemo nel corso dell'indagine, soprattutto in riferimento alle modalità di applicazione delle

abstract=3822367; ID., *The EU Policy on Sustainable Finance: A Discussion on the Design of ESG-Fit Suitability Requirements* (November 30, 2020), in *Rev. Banking & Fin. L.*, 2020, n. 40, 249 ss. (<https://ssrn.com/abstract=3769009>); SIRI, ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca impr. soc.*, 2020, 3 ss.; ID., *Will the EU Commission Successfully Integrate Sustainability Risks and Factors in the Investor Protection Regime? A Research Agenda* (November 8, 2019), in *Sustainability*, 2019, n. 11, 6292 ss. (<https://ssrn.com/abstract=3497402>). Il Regolamento delegato 2021/1253 della Commissione Europea del 21 aprile 2021 costituisce una misura di attuazione dell'Azione 4 del *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile (Action Plan)* della Commissione Europea del 2018 (COM/2018/097 final, in <https://tinyurl.com/5cknwmr>). Sul contenuto del piano di azione, v.; LOVISOLO, *L'Action Plan della Commissione Europea sulla finanza sostenibile: quale teoria del cambiamento?*, in *Bancaria*, 2020, 1, 2 ss.; SIRI, ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, cit., 6 s. Per una ricognizione critica delle misure legislative e non legislative adottate in attuazione dell'Action plan del 2018, v. BROZZETTI, *La transizione verde e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2022, I, 411 ss.

² Vai il link https://finance.ec.europa.eu/publications/sustainable-finance-package_en.

³ Secondo la nozione di cui all'art. 2(24) del Regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR) espressamente richiamata nel provvedimento di revisione del 21 aprile 2021 (art. 1(1)) e inserita nell'art. 2 del Regolamento del 2017 dedicato alle definizioni, per «*fattori di sostenibilità*» si intendono «*le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva*».

⁴ Secondo la nozione di cui all'art. 2(22) del Regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR) espressamente richiamata nel provvedimento di revisione del 21 aprile 2021 (art. 1(1)) e inserita nell'art. 2 del Regolamento del 2017 dedicato alle definizioni, per «*rischio di sostenibilità*» si intende «*un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo sul valore dell'investimento*».

⁵ V. *infra* nel testo.

⁶ SALERNO, *Adding Sustainability Risks and Factors to the MiFID II Suitability and Product Governance Requirements*, in *The Italian Law Journal*, I, 2022, n. 8, 803 ss., in part. 810 ss.; Id., *L'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle regole di comportamento dell'intermediario finanziario: un ritorno al modello di distribuzione "orientato al prodotto"*, in *Dir. banc.*, I, 2022, 1, 53 ss., in part. 83 ss.; Id., *Integrating Sustainability in the MiFID II Package-Based Regulation: Effects on Financial Intermediaries' Accountability and Potential Conflict Between Regulatory Objectives*, in Ramos Muñoz, Smoleńska (a cura di), *Greening the Bond Market. A European Perspective*, EBI STUDIES IN BANKING AND CAPITAL MARKETS LAW, Cham:Palgrave Macmillan - Springer Nature, 175-203, in part. 189 ss.

regole in materia di valutazione dell'adeguatezza e connessi obblighi informativi. Da tali questioni, se lasciate irrisolte, può scaturire un conflitto tra due obiettivi regolatori, quello della tutela del cliente, proprio della normativa di derivazione MiFID II, e quello della sostenibilità a cui è finalizzato il recente intervento della Commissione⁷; conflitto derivante nello specifico dall'adozione da parte del regolatore europeo del 2021 di un regime di favore per la distribuzione di strumenti finanziari sostenibili imperniato, sostanzialmente sull'adozione di un modello 'orientato al prodotto', cioè di adeguamento delle caratteristiche del cliente a quelle dello strumento finanziario sostenibile.

Il presente contributo costituisce, dunque, un aggiornamento di quelle indagini volto a verificare se i rinnovati *Orientamenti dell'ESMA su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II* del 3 aprile 2023⁸ riescano a chiarire ed interpretare alcuni profili 'azzardati' della nuova disciplina in modo consono a bilanciare adeguatamente i suddetti obiettivi regolatori, impedendo che il perseguimento dell'uno si traduca in una minaccia per l'altro, *vel rectius* che la sostenibilità diventi un espediente che consenta agli intermediari, in modo formalmente legittimo, di danneggiare gli investitori in strumenti finanziari non ottemperando all'obbligo di agire nel miglior interesse del cliente; obbligo quest'ultimo che rappresenta il baluardo della regole di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento sancite dalla MiFID II e dai regolamenti a questa connessi.

⁷ Secondo una dottrina (PERRONE, CARDANI, *Investment Services and the Risks of Sustainable Finance*, in AA.VV., in Atti del Convegno nazionale ODC "IMPRESE, MERCATI E SOSTENIBILITÀ: NUOVE SFIDE PER IL DIRITTO COMMERCIALE", Roma, 26-27 maggio 2023 (<https://www.orizzontideldirittocommerciale.it/atti-dellanno-2023>), passim), la soluzione a tale conflitto potrebbe essere fornita dalla considerazione dei rischi specifici degli investimenti sostenibili e del loro impatto sul rendimento finanziario dei medesimi sia nella fase di selezione degli strumenti finanziari sostenibili da raccomandare o offrire sia in sede di identificazione del *target* di mercato dei medesimi da parte dei produttori e dei distributori.

⁸ V. ESMA35-43-3172, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements_IT.pdf. Essi sostituiscono i precedenti orientamenti in materia del 6/11/2018, ESMA35-43-1163, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-387_it.pdf.

2.

2.1. Nel suo *Final report* in materia⁹, l'ESMA sottolinea innanzitutto le finalità delle nuove linee guida. Queste, fornendo chiarimenti sui requisiti di adeguatezza della MiFID II e, segnatamente, sui nuovi parametri di sostenibilità, forniscono un supporto alle imprese per migliorarne l'applicazione e contribuire ad assicurare un'efficiente implementazione del quadro normativo dell'UE, che pone le considerazioni sulla sostenibilità al centro del sistema finanziario per sostenere la transizione verde, ecologica ed inclusiva dell'economia europea. In aggiunta, le linee guida mirano a garantire un approccio convergente nella supervisione dei coefficienti di adeguatezza; approccio questo che è alla base di una maggiore protezione degli investitori, quale obiettivo chiave dell'autorità di vigilanza europea per il mercato mobiliare.

Chiarite le finalità, l'ESMA illustra la consueta analisi costi-benefici associati all'impatto dei nuovi orientamenti sui diversi attori del mercato. Quanto alle imprese, queste, se da un lato dovranno probabilmente sostenere alcuni costi per la relativa attuazione, dall'altro beneficeranno di una maggiore certezza giuridica e dell'applicazione armonizzata dei requisiti in tutti gli Stati membri. Gli investitori dal canto loro beneficeranno di una più elevata compatibilità tra i prodotti di investimento e le proprie esigenze e caratteristiche. Infine, le linee guida dovrebbero semplificare gli sforzi delle autorità competenti tesi a migliorare la conformità generale ai requisiti della MiFID II, aumentando la fiducia degli investitori nei mercati finanziari, che costituisce un elemento essenziale per la creazione di un vero mercato unico dei capitali.

Andando nel dettaglio, l'ESMA elenca una serie di benefici legati alle linee

⁹ Cfr. ESMA35-43-3172, *Final Report - Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 23 settembre 2022 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3172_final_report_on_mifid_ii_guidelines_on_suitability.pdf). V. in particolare l'Allegato 3, 6 ss.

guida, quali la riduzione del rischio di *mis-selling* e delle relative conseguenze finanziarie (e.g. riduzione dei reclami, dei costi, dei ricorsi e delle spese legali per le cause giudiziarie, dei danni alla reputazione, delle multe, ecc.), la possibilità di evitare il *greenwashing* nella distribuzione di prodotti di investimento con caratteristiche di sostenibilità, la diminuzione dei rischi legati all'arbitraggio normativo o di vigilanza grazie a un maggior grado di armonizzazione e di convergenza delle pratiche di supervisione, effetti positivi per le imprese collegati alla più intensa standardizzazione dei processi che queste devono porre in essere per implementare il *framework* di adeguatezza della MiFID II, e conseguenze positive dovute alla maggiore armonizzazione e standardizzazione per le autorità competenti in termini di costi e di attività necessarie ad attuare le nuove procedure di vigilanza relative alla valutazione dell'idoneità.

Quanto ai costi connessi all'implementazione dei nuovi orientamenti, l'ESMA evidenzia che, rimanendo invariati gli aspetti fondamentali della valutazione di adeguatezza e delle precedenti linee guida, le imprese che hanno già predisposto un insieme completo di procedure per conformarsi alle attuali disposizioni MiFID II dovranno presumibilmente sostenere costi complessivi minori per l'implementazione del quadro aggiornato e delle rinnovate linee guida. Nello specifico, l'autorità europea ritiene che i costi potenziali e incrementali che le imprese dovranno affrontare nell'attuazione del regime generale di idoneità potrebbero essere sia di natura *una tantum* che continuativa. Trattasi di: costi legati all'aggiornamento/revisione degli assetti procedurali e organizzativi esistenti ai nuovi requisiti di sostenibilità; costi connessi al processo di raccolta delle preferenze di sostenibilità dei clienti; costi informatici iniziali e correnti; costi organizzativi e delle risorse umane relativi all'attuazione degli orientamenti che forniscono chiarimenti sulla qualificazione del personale dell'impresa; costi relativi al reperimento dei dati ESG e alla concessione di licenze di dati ESG da parte dei fornitori dei medesimi.

In conclusione, l'ESMA ritiene che i costi complessivi (di conformità) associati all'implementazione del nuovo regime sulla valutazione di adeguatezza (comprensivo delle regole MiFID II e dei nuovi orientamenti) saranno pienamente compensati dai benefici derivanti dalla maggiore efficacia di tale valutazione.

Fatta questa necessaria premessa, nell'ambito dei nuovi orientamenti ESMA in esame, ci concentreremo su quelli concernenti gli elementi di sostenibilità introdotti dalla normativa di secondo livello nella disciplina della prestazione dei servizi di investimento. In proposito, si rammenta che le modifiche volte all'integrazione dei fattori di sostenibilità nel *framework* regolativo della valutazione di adeguatezza delineato dal Regolamento (UE) 2017/565 impattano su tutti i profili della verifica: dai parametri di valutazione, rappresentati dalle caratteristiche del cliente e del prodotto, alle modalità di verifica dell'idoneità, agli obblighi informativi a questa correlati¹⁰. Più precisamente, l'intervento riformatore in materia operato dalla Commissione Europea con il Regolamento 2021/1253 si incentra sull'art. 54 del Regolamento 565/2017 recante il titolo "*Valutazione dell'idoneità e relazioni sull'idoneità*", le cui previsioni si applicano alla prestazione sia del servizio di consulenza in materia di investimenti sia del servizio di gestione di portafogli.

Gli orientamenti dell'ESMA intervengono su tutti gli aspetti menzionati.

2.2. Ai fini della determinazione del profilo di rischio dell'investitore o potenziale investitore, la versione aggiornata del Regolamento 2017/565 (art. 54, par. 5) impone all'intermediario l'acquisizione dal cliente di informazioni anche a carattere "non finanziario", includendole nel gruppo di dati da acquisire in merito agli obiettivi di investimento del medesimo. Questa categoria di informazioni, quindi, oltre all'orizzonte temporale di conservazione dell'investimento, alle preferenze in materia

¹⁰ Per i dettagli sulla disciplina in materia di adeguatezza contenuta nella MiFID II si rinvia, anche per i riferimenti, a SALERNO, *La disciplina in materia di tutela dell'investitore nella MiFID II: dalla disclosure alla cura del cliente*, cit., pp. 448 ss.

di assunzione del rischio, alla tolleranza al rischio, alla finalità dell'investimento, arriva a comprendere altresì le preferenze di sostenibilità.

Il legislatore procede, dunque, con la definizione di “preferenze di sostenibilità” (attraverso l’inserimento di un nuovo punto all’art. 2 del Regolamento del 2017)¹¹ intese come scelta, da parte di un cliente o potenziale cliente, di integrare o meno, e se sì in che misura, nel suo investimento uno strumento finanziario:

- per il quale il cliente o potenziale cliente determina la quota minima (il livello minimo di sostenibilità) da investire in investimenti ‘ecosostenibili’ ai sensi dell’art. 2, punto 1, del Regolamento (UE) 2020/852 (c.d. *Green Taxonomy Regulation*¹²), e/o;

- per il quale il cliente o potenziale cliente determina la quota minima (il livello minimo di sostenibilità) da investire in investimenti sostenibili ai sensi dell’art. 2, punto 17, del Regolamento (UE) 2019/2088 (c.d. SFDR)¹³ e/o;

¹¹ Anche con riferimento a tale definizione la dottrina (MEZZANOTTE, *Accountability in EU Sustainable Finance: Linking the Client’s Sustainability Preferences and the MiFID II Suitability Obligation*, cit., 12 ss.) rileva un cambiamento di impostazione nell’evoluzione del regolamento del 2021, che è passato dal riferimento alle “preferenze ESG” di cui alla versione del 2018 al richiamo, nelle versioni successive, alle “preferenze di sostenibilità” di cui al SFDR e al Regolamento Tassonomia.

¹² Trattasi del Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32020R0852>). La *Green Taxonomy Regulation*, soprattutto per arginare il fenomeno del *green washing*, prevede l’istituzione di un sistema di classificazione unificato per le attività ecosostenibili, onde assicurare una chiara ed inequivocabile informativa in merito agli investimenti che le finanziano. Nello specifico, il Regolamento Tassonomia, entrato in vigore il 12 luglio 2020, detta le linee guida per la delimitazione del *genus* delle «attività ecosostenibili» (cioè quelle che perseguono obiettivi ambientali), affidando agli atti delegati della Commissione il compito di qualificare le particolari *species* di attività in funzione dei diversi obiettivi ambientali fissati dalla normativa primaria e quantificarne i diversi livelli di sostenibilità. A tal fine, la *Green Taxonomy Regulation* individua in via preliminare sei obiettivi ambientali e, successivamente, i criteri in base ai quali un’attività economica possa qualificarsi come «ecosostenibile» in relazione agli obiettivi indicati. Tale qualificazione si basa sul concetto di «contributo sostanziale» non marginale (al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali) e sul principio del «non arrecare un danno significativo» (a nessun obiettivo ambientale). La specificazione di tali criteri ha un contenuto di massima indicato nel Regolamento (art. 10 ss.), ma la definizione del dettaglio è rimessa agli atti delegati della Commissione.

¹³ Trattasi del Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019, c.d. *SFDR (Sustainability- Related Disclosures in the financial sector Regulation)*, relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/ALL/?uri=CELEX%3A32019R2088>). Ai sensi dell’ SFDR (art. 2, punto 17), un

- che considera i principali effetti negativi (c.d. PAI – *Principal Adverse Effects*) sui fattori di sostenibilità per il quale il cliente o potenziale cliente determina gli elementi qualitativi (tipologia: ESG) o quantitativi (grado) comprovanti tale ‘presa in considerazione’.

Da tale definizione si ricavano tre elementi rilevanti per la nostra indagine. Innanzitutto, il legislatore europeo individua tre categorie generali di strumenti finanziari ammissibili in caso di preferenze di sostenibilità del cliente: quelli che perseguono, pienamente o parzialmente, investimenti sostenibili in attività economiche considerate ecosostenibili ai sensi del Regolamento Tassonomia, quelli che perseguono investimenti sostenibili ai sensi del SFDR, e quelli che considerano i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità. In secondo luogo, la norma rimette al cliente la decisione in merito alle proprie preferenze di sostenibilità, ossia la determinazione qualitativa, inerente cioè al tipo, e quantitativa, concernente cioè il grado, di sostenibilità degli strumenti finanziari ammissibili ai fini della raccomandazione o dell’offerta da parte dell’intermediario nei suoi confronti. Infine, l’incentivo del legislatore per investimenti in strumenti che finanziano attività economiche ecosostenibili o che perseguono investimenti sostenibili o che prendono in considerazione le esternalità negative rilevanti non si traduce nell’imposizione di un obbligo a carico dei clienti o potenziali clienti di fornire informazioni sui propri interessi per i temi della sostenibilità, a differenza di quanto previsto per la fornitura

investimento si considera «sostenibile» quando concerne un’attività economica che rispetti tre condizioni, ossia quando tale attività: 1) contribuisca ad un obiettivo ambientale o sociale; 2) non arrechi danno significativo a nessuno di tali obiettivi; 3) sia svolta da imprese che rispettano prassi di buona *governance*. In realtà, il SFDR non limita l’ambito di applicazione della normativa in materia di trasparenza (informativa) sulla sostenibilità alla rigorosa nozione di investimento sostenibile, assoggettando ad essa prodotti caratterizzati da diversi livelli e ambizioni legate alla sostenibilità: da quelli che perseguono l’obiettivo di investimenti sostenibili e non arrecano un danno significativo (art. 9), a quelli che promuovono, tra le altre, caratteristiche ambientali o sociali o una combinazione delle stesse, nel rispetto di prassi di buona *governance*, senza elevarsi allo *standard* di investimento sostenibile (art. 8), a quelli che tengono conto dei probabili impatti dei rischi di sostenibilità sul relativo rendimento, laddove rilevanti (art. 6).

delle altre informazioni di tipo personale e finanziario.

Data la libertà di scelta degli investitori o potenziali investitori relativamente ad investimenti con caratteristiche di sostenibilità, le linee guida dell'ESMA offrono chiarimenti e direttive sugli aspetti applicativi legati all'inserimento delle preferenze di sostenibilità nell'ambito delle informazioni da acquisire dal cliente in ottemperanza alla *know your customer rule*. Infatti, l'applicazione della disposizione in esame richiederà l'introduzione nel questionario di profilatura di nuove domande volte ad ottenere dagli investitori informazioni sulle proprie preferenze in tema sostenibilità, con sufficiente granularità¹⁴, di cui l'intermediario dovrà tener conto nella determinazione della lista dei prodotti raccomandabili. Tali indicazioni dovranno chiaramente essere date dai clienti in modo consapevole per cui, nel gruppo di disposizioni inerenti alle informazioni da somministrare a questi ultimi sullo scopo della valutazione di adeguatezza, l'ESMA inserisce un nuovo orientamento (16 di supporto all'orientamento generale 1) che incide sulla capacità degli intermediari di aiutare i clienti a comprendere il concetto di preferenze di sostenibilità e a prendere le decisioni di investimento in tale contesto¹⁵. A tal fine, si richiede che le imprese spieghino in modo chiaro, evitando un linguaggio tecnico, i termini e le distinzioni tra le tre categorie di strumenti ammissibili, nonché tra questi prodotti e quelli privi di caratteristiche di sostenibilità. Le imprese dovrebbero inoltre spiegare i termini e i concetti utilizzati nel fare riferimento ad aspetti ambientali, sociali e di *governance*.

Una volta informato il cliente, le linee guida intervengono sul flusso informativo dal cliente all'intermediario/consulente, raccomandando in via generale

¹⁴ Cfr. SIRI, ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, cit., p. 27, che ritengono il riferimento al requisito della granularità di cui al Regolamento del 2021, quanto meno in una prima fase, sproporzionato e difficilmente implementabile.

¹⁵ Merita ricordare che, nell'ambito delle consultazioni che hanno preceduto l'emanazione dell'atto delegato oggetto della nostra attenzione (C/2021/2616), nel marzo del 2018 la Commissione ha inviato agli intermediari un questionario mirato sull'integrazione delle considerazioni ambientali, sociali e di *governance* nella valutazione dell'adeguatezza. La consultazione ha rivelato che solo una minoranza dei clienti solleva in modo proattivo questioni inerenti alla sostenibilità nel corso del processo di consulenza. V. Relazione alla proposta del Regolamento delegato del 21 aprile 2021, 4 ([https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=PI_COM:C\(2021\)2616&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=PI_COM:C(2021)2616&from=EN)).

che le indicazioni da parte di quest'ultimo riguardino tutti gli aspetti compresi nella nozione di preferenze di sostenibilità e siano sufficientemente dettagliate da consentire un abbinamento di tali scelte con le caratteristiche di sostenibilità degli strumenti finanziari. A tale scopo, gli orientamenti 27 e 28 di supporto all'orientamento generale 2, nel gruppo di informazioni dal cliente, da acquisire attraverso la somministrazione del questionario di adeguatezza, esortano le imprese a chiedere in prima battuta, per mezzo di domande chiuse con risposta sì/no, se costui ha preferenze di sostenibilità, adottando un approccio il più possibile neutro e obiettivo in modo da non influenzare il potenziale investitore. In caso di risposta affermativa, esse dovrebbero, in secondo luogo, ottenere informazioni sulla tipologia di investimenti a cui il cliente è interessato tra quelli previsti dal Regolamento del 2021, domandando se tali preferenze, con riferimento alla seconda e alla terza categoria di investimenti ammissibili (la scelta per il primo gruppo di attività ecosostenibili è scontata), si concentrino o meno su fattori di sostenibilità ambientali, sociali o di *governance* o su una loro combinazione, o se il cliente non presti invece attenzione a tali fattori. Infine, gli intermediari dovrebbero ottenere dal potenziale investitore informazioni di natura quantitativa, con la richiesta di indicare: quanto agli investimenti in strumenti che finanzino attività incluse nella *Green Taxonomy* ovvero integranti la nozione di investimento sostenibile di cui al SFDR, la quota minima non sotto forma di percentuale esatta ma per mezzo della sua approssimazione a percentuali minime standardizzate (quali minimo 20 %, minimo 25 %, minimo 30 %, ecc.); con riferimento agli strumenti finanziari che tengono conto dei PAI, quali principali effetti negativi dovrebbero essere considerati, compresi i criteri quantitativi o qualitativi comprovanti tale presa in considerazione, utilizzando, per la verifica di un eventuale interesse del cliente per gli aspetti ambientali, sociali o di *governance*, le categorie di indicatori individuate nelle Norme Tecniche di Regolamentazione¹⁶ del

¹⁶ Queste sono contenute nel Regolamento delegato (UE) 2022/1288, che integra il regolamento (UE)

SFDR (anziché un approccio basato su ciascun indicatore PAI), quali emissioni, rendimento energetico, acqua e rifiuti, ecc.¹⁷, e chiedendo al cliente se, in base ai PAI pertinenti, egli desidera escludere dai propri investimenti determinate attività economiche (per esempio quelle che sono ritenute considerevolmente nocive secondo il quadro della Tassonomia dell'UE e/o che sono contrarie alle convinzioni ambientali ed etiche del cliente e sono correlate ad alcuni tra i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità)¹⁸.

Qualora i clienti rispondano di avere preferenze di sostenibilità ma non ne diano una specificazione di tipo qualitativo e quantitativo, si suggerisce alle imprese di predisporre politiche e istruzioni per il proprio personale sul comportamento da assumere, per esempio, considerando uno qualsiasi degli aspetti degli investimenti eleggibili, spiegando e informando il cliente delle caratteristiche di sostenibilità del prodotto o dei prodotti d'investimento raccomandati o di quelli in cui l'impresa

2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano i dettagli del contenuto e della presentazione delle informazioni relative al principio «non arrecare un danno significativo», che specificano il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni relative agli indicatori di sostenibilità e agli effetti negativi per la sostenibilità, nonché il contenuto e la presentazione delle informazioni relative alla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli obiettivi di investimento sostenibile nei documenti precontrattuali, sui siti web e nelle relazioni periodiche (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32022R1288>). V in part. l'Allegato 1.

¹⁷ Si potrebbe poi avviare una valutazione per ogni categoria che sia importante/fondamentale o meno per il cliente. Tale valutazione qualitativa potrebbe basarsi sugli approcci nell'ambito dei quali i prodotti tengono conto dei principali effetti negativi (per esempio strategie di esclusione / politiche in materia di controversie / politiche in materia di voto e impegno).

¹⁸ L'Orientamento 29 delle linee guida contiene una specificazione in merito alla richiesta delle preferenze di sostenibilità al cliente nella prestazione del servizio di gestione del portafoglio. Quando forniscono consulenza in materia di gestione del portafoglio o in materia di investimenti con un approccio di portafoglio, le imprese dovrebbero acquisire informazioni sulle preferenze di sostenibilità del cliente con lo stesso livello di granularità stabilito nei precedenti paragrafi 26 e 27. Le imprese dovrebbero altresì domandare al cliente quale parte/percentuale (eventuale) del portafoglio intenda investire in prodotti che soddisfano le sue preferenze di sostenibilità. Se le imprese operano con modelli di portafoglio che combinano alcuni o tutti i criteri elencati nel precedente paragrafo 26, tali modelli dovrebbero consentire una valutazione dettagliata delle preferenze del cliente, senza tradursi in un questionario che induca il cliente a selezionare una determinata combinazione di criteri che non soddisferebbe le sue preferenze di sostenibilità.

investirà per conto del medesimo, documentando nella relazione sull'adeguatezza la scelta di quest'ultimo di non specificare ulteriormente le preferenze di sostenibilità¹⁹.

Un altro aspetto di carattere operativo, su cui le linee guida non intervengono, concerne il momento in cui rilevare le preferenze di sostenibilità dell'investitore. In proposito, la Commissione Europea, nel considerando 5 del Regolamento di modifica del 2021, precisa che, al fine di evitare pratiche di vendita impropria o l'errata rappresentazione di strumenti o strategie finanziarie come rispondenti alle preferenze di sostenibilità laddove non lo siano, gli intermediari che forniscono consulenza in materia di investimenti, conformemente all'obbligo di agire nel migliore interesse dei clienti, dovrebbero, prima di chiedere le potenziali preferenze di sostenibilità, valutare gli altri obiettivi di investimento, l'orizzonte temporale e le circostanze individuali del cliente o potenziale cliente. È logico, per esempio, che la manifestazione di una preferenza per un orizzonte temporale breve di conservazione dell'investimento escluda a priori e automaticamente l'eventuale ambizione di sostenibilità dell'investitore, e, quindi, l'eventuale proposta di investimenti con caratteristiche di sostenibilità. Appare di tutta evidenza, dunque, la delicatezza della funzione che, in sede di profilatura del cliente effettuata tramite il questionario MiFID II, l'intermediario/consulente è chiamato a svolgere allorché sarà tenuto a rilevare non solo le eventuali preferenze di sostenibilità dell'investitore ma anche la loro integrazione negli obiettivi di investimento (finanziario) preventivamente identificati.

Le linee guida, invece, nell'orientamento 57 di supporto all'orientamento generale 5 si occupano della necessità per l'intermediario, nell'ambito di un rapporto continuativo di consulenza, di intercettare gli eventuali cambiamenti nelle caratteristiche ed esigenze del cliente, *ivi* compresa l'attitudine verso i temi della sostenibilità, procedendo ad un aggiornamento del suo profilo (si pensi al caso di un investitore che nel corso del tempo maturi una propria "coscienza sostenibile",

¹⁹ Le imprese dovrebbero assicurare che siano predisposti meccanismi analoghi quando forniscono servizi di consulenza automatizzata, dato il limitato intervento umano.

mostrando una particolare sensibilità verso temi quali la lotta ai cambiamenti climatici, le energie rinnovabili o l'edilizia sostenibile). Si stabilisce, infatti, sulla base di quanto suggerito dalla Commissione nel considerando 4 del Regolamento del 2021, che l'informazione inerente alle preferenze di sostenibilità di un cliente dovrebbe essere aggiornata (per i rapporti continuativi) al più tardi in occasione del successivo aggiornamento periodico dopo l'entrata in vigore del Regolamento delegato. Si dovrebbe offrire ai clienti l'opportunità di fare aggiornare immediatamente il proprio profilo, se lo desiderano; in caso contrario, durante il periodo che precede l'acquisizione, da parte dell'impresa, delle informazioni sulle preferenze di sostenibilità del cliente, quest'ultimo sarà considerato «neutrale in termini di sostenibilità» e pertanto, in linea con quanto detto in precedenza, si potrebbero raccomandare sia prodotti con caratteristiche connesse alla sostenibilità, sia prodotti che ne sono privi.

2.3. Contribuisce al corretto svolgimento della funzione dell'intermediario/consulente l'ulteriore modifica che il legislatore del 2021 apporta al secondo parametro di riferimento per la valutazione di adeguatezza, ossia il profilo del prodotto da offrire o raccomandare. In proposito, il riformato par. 9 dell'art. 54 del Regolamento 2017/565 impone all'intermediario di predisporre appropriate politiche e procedure che provino la propria capacità di comprendere la natura e le caratteristiche, inclusi i costi e i rischi, dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari selezionati per i clienti, inclusi eventuali fattori di sostenibilità²⁰, e di valutare, tenendo conto dei costi e della complessità, se servizi di investimento o strumenti finanziari equivalenti possano corrispondere al profilo del cliente.

Gli indicatori di sostenibilità, dunque, fanno la loro comparsa nel processo di selezione del prodotto tra gli elementi che devono essere presi in considerazione

²⁰ Sui rischi collegati ad investimenti sostenibili v. PERRONE, CARDANI, *Investment Services and the Risks of Sustainable Finance*, cit., 9 ss.

dall'intermediario ai fini della formulazione di una proposta di investimento adeguata. In proposito, nella Relazione al Regolamento delegato del 2021²¹, la Commissione suggerisce che, per agevolare i processi interni di elaborazione di raccomandazioni ai clienti o potenziali clienti sulla base di una precedente analisi di strumenti finanziari, gli intermediari potrebbero classificare in anticipo e raggruppare gli strumenti finanziari in funzione delle tre categorie ammissibili in caso di preferenze di sostenibilità, o dei tipi di impegni che comportano, o degli indicatori qualitativi o qualitativi utilizzati.

Stanti queste previsioni, ai fini di una corretta ed armonizzata applicazione della *know your merchandise rule* intervengono i chiarimenti forniti negli orientamenti 72 e 73 dell'ESMA di supporto all'orientamento generale 7.

Innanzitutto, si suggerisce alle imprese l'adozione di procedure, metodi e strumenti solidi e obiettivi che consentano loro di valutare adeguatamente le diverse caratteristiche, compresi fattori di sostenibilità, e i fattori di rischio (di credito, di mercato, di liquidità, ecc.) di ciascun prodotto che possa costituire oggetto di raccomandazione²². Dovrebbero, inoltre, essere stabilite procedure di analisi inerenti agli obblighi di *governance* dei prodotti (in particolare, con riguardo al mercato di riferimento, positivo e negativo, potenziale ed effettivo²³) attraverso le quali le imprese stimino attentamente le modalità di variazione dei medesimi in determinati contesti (si pensi alle obbligazioni convertibili o altri strumenti di debito, che, in situazioni di crisi dell'intermediario, ai sensi della direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche, possono, ad esempio, convertirsi in azioni). La valutazione

²¹ V. Relazione alla proposta del Regolamento delegato del 21 aprile 2021, cit., 2.

²² Sul ruolo delle credit rating agencies in tale processo e, in particolare, sulla eccessiva dipendenza delle regolazioni dei mercati finanziari dal rating come esclusiva o prevalente fonte di valutazione di prodotti finanziari v. AMMANNATI, Il 'valore' del rating nelle regolazioni pubbliche. Regolare il mercato del rating o superare il rating?, in Rivista della Regolazione dei mercati, 2014, n. 2, 23 ss., spec. 27 ss.

²³ Per approfondimenti in materia, si rinvia, anche per la bibliografia *ivi* riportata, a SALERNO, *L'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle regole di comportamento dell'intermediario finanziario: un ritorno al modello di distribuzione "orientato al prodotto"*, cit., 98 ss.

del livello di complessità dei prodotti²⁴ è particolarmente importante ai fini dell'abbinamento con le informazioni fornite dal cliente, segnatamente quelle inerenti a conoscenza ed esperienza. Quanto alla considerazione specifica dei fattori di sostenibilità dei prodotti ai fini della successiva verifica di conformità alle preferenze di sostenibilità del cliente, le imprese potrebbero, ad esempio, classificare e raggruppare, nell'ambito dei prodotti che offrono, gli strumenti finanziari in funzione delle tre categorie ammissibili individuate dal Regolamento, in termini di quota (percentuale) investita in attività economiche considerate ecosostenibili, quota di investimenti sostenibili ai sensi del SFDR, presa in considerazione dei principali effetti negativi e di altre caratteristiche della sostenibilità ambientale, sociale e di *governance*. Tale classificazione, oltre che essere coerente con l'esame inerente agli obblighi di *governance* dei prodotti, segnatamente con il relativo mercato di riferimento, non esime tuttavia l'intermediario dal raccogliere, nel caso concreto, le informazioni specifiche di natura qualitativa e quantitativa dal cliente in merito alle preferenze di sostenibilità.

Poiché ad oggi sono stati creati strumenti finanziari con vari livelli di ambizione in materia di sostenibilità, il Regolamento del 2021 impone agli intermediari che prestano il servizio di consulenza e di gestione di portafogli di acquisire conoscenze e competenze adeguate a spiegare ai clienti e potenziali clienti la distinzione, da un lato, tra le tre categorie di strumenti finanziari eleggibili in caso di preferenze di sostenibilità individuali e, dall'altro, tra questi ultimi ed altri strumenti finanziari che non presentano caratteristiche di sostenibilità.

Del profilo applicativo di tale previsione si occupano le linee guida dell'ESMA con l'orientamento 106 di supporto all'orientamento generale 104 che s'incentra sulle "qualifiche del personale dell'impresa". Qui si specifica che il personale, oltre alle conoscenze e le competenze necessarie alla valutazione di adeguatezza richieste

²⁴ Per la valutazione della complessità dei prodotti, le linee guida suggeriscono l'utilizzo dei criteri e dei principi individuati nella direttiva MiFID II.

dalla normativa di primo livello (art. 25, par. 1, MiFID II) e ulteriormente specificate negli orientamenti dell'ESMA per la valutazione delle conoscenze e delle competenze²⁵, deve acquisire le conoscenze e le competenze necessarie in merito ai criteri ricavabili dalla nozione di preferenze di sostenibilità ed essere in grado di spiegare ai clienti i diversi aspetti con un linguaggio non tecnico. A tal fine, si suggerisce alle imprese di fornire al personale una formazione idonea.

2.4. Una volta integrati i fattori di sostenibilità nei parametri soggettivi (profilo cliente) e oggettivi (profilo prodotto), ai sensi della versione aggiornata del Regolamento 2017/565, l'intermediario è tenuto a effettuare, ai fini dell'abbinamento di prodotti ai clienti, la valutazione di adeguatezza anche in relazione a tali fattori. Nel dettaglio, la riforma (nuova lett. a) del par. 2 dell'art. 54) impone di verificare se la specifica operazione da raccomandare o realizzare nel quadro della prestazione del servizio di consulenza o di gestione di portafogli corrisponda, tra l'altro, agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio e le sue eventuali preferenze di sostenibilità.

Atteso che queste ultime riguardano gli strumenti finanziari riconducibili alle tre categorie ammissibili, in caso di manifestazione da parte del cliente di preferenze di sostenibilità individuali non potranno essere raccomandati o offerti prodotti che non rispettino il tipo e/o la quota minima di sostenibilità determinata dal cliente per investimenti ecosostenibili conformi alla tassonomia verde o per investimenti sostenibili ai sensi del SFDR o per investimenti che prendono in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità. Tuttavia, la Commissione precisa che *“Date le norme sulle preferenze di sostenibilità, non sarà necessario adattare gli strumenti finanziari con diversi livelli di ambizioni in materia di sostenibilità. Tali*

²⁵ V. ESMA71-1154262120-153 EN (rev), 3 gennaio 2017 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma71-1154262120-153_guidelines_for_the_assessment_of_knowledge_and_competence_corrigendum.pdf).

*strumenti finanziari o beneficeranno del regime delle preferenze di sostenibilità o continueranno a essere raccomandabili ma non come strumenti finanziari rispondenti alle preferenze di sostenibilità del cliente o potenziale cliente ai sensi del presente regolamento*²⁶. Questo implica che, in caso di manifestazione di preferenze di sostenibilità da parte del cliente, potranno essere raccomandati a quest'ultimo o negoziati per suo conto solo gli strumenti finanziari ammissibili che siano compatibili con la "tipologia" e la "quota minima di sostenibilità" indicate dal medesimo in sede di profilatura. Ciò non ostante, gli strumenti finanziari astrattamente ammissibili ma non in linea con il tipo e/o il grado di sostenibilità individuati dal cliente potranno essere ugualmente raccomandati nell'ambito della valutazione di adeguatezza, ossia qualora questi siano conformi alle caratteristiche finanziarie e personali dell'investitore. Va da sé che, come precisato dall'ESMA nell'orientamento 85 di supporto all'orientamento generale 8, qualora il cliente non abbia manifestato preferenze di sostenibilità, l'impresa può considerare il medesimo «neutrale in termini di sostenibilità» e l'oggetto della raccomandazione può estendersi ad una più ampia gamma di prodotti con o senza caratteristiche connesse alla sostenibilità²⁷.

Il regime di favore stabilito per la valutazione dell'adeguatezza anche in relazione ad elementi di sostenibilità è rafforzato dall'ulteriore norma contenuta nel Regolamento 2021/1253 (nuovo par. 10 dell'art. 54) che sancisce la possibilità per l'investitore di modificare le proprie preferenze di sostenibilità (tipo e/o livello minimo di sostenibilità) al fine di adattarle alle caratteristiche di sostenibilità dei prodotti disponibili. Si stabilisce, infatti, che, qualora nessuno strumento (rientrante tra quelli astrattamente ammissibili) soddisfi le preferenze di sostenibilità del cliente o potenziale cliente, quest'ultimo può adeguare le informazioni sulle sue preferenze di sostenibilità in modo da rendere possibile la presentazione di ulteriori

²⁶ V. la Relazione alla proposta di Regolamento delegato del 21 aprile 2021, cit., 4.

²⁷ Sul regime di favore per la distribuzione di strumenti finanziari sostenibili derivante da quest'ultima previsione v. , da ultimo, PERRONE, CARDANI, *Investment Services and the Risks of Sustainable Finance*, cit., 8 s. (<https://www.orizzontideldirittocommerciale.it/atti-dellanno-2023>).

raccomandazioni di prodotti con ambizioni di sostenibilità differenti. In tal caso, per prevenire il rischio di vendita impropria e il *greenwashing*, le imprese di investimento dovrebbero tenere traccia della decisione di adattare tali informazioni e della relativa spiegazione. Ed anche l'ESMA, consapevole dei pericoli per l'investitore insiti in tale previsione, introduce nel gruppo di linee guida inerenti all'applicazione della *suitability rule*, disposizioni di chiarimento e di interpretazione della norma in esame (orientamenti 82, 83 e 84). Si precisa che, qualora l'intermediario intenda raccomandare un prodotto non conforme alle preferenze di sostenibilità del cliente, queste dovranno essere adeguate. Data la libertà di scelta dell'investitore in merito stabilita dal Regolamento, l'impresa è tenuta a documentare nella relazione (dichiarazione) di adeguatezza il motivo del ricorso a tale possibilità e la decisione del cliente. Stanti le prescrizioni del Regolamento delegato (art. 54, par. 10), l'ESMA rammenta che tale possibilità di adeguamento riguarda solo le preferenze di sostenibilità e non i parametri di carattere finanziario alla base della valutazione di adeguatezza, in relazione ai quali il prodotto o è conforme o non può essere raccomandato.

Con riferimento alla consulenza in materia di investimenti, si specifica che: l'adeguamento deve riguardare solo la consulenza in questione e non il profilo del cliente in generale; l'adattamento, oltre che documentato, dovrebbe essere sottoposto alle procedure periodiche di monitoraggio; solo dopo che il cliente abbia espresso la decisione di avvalersi della possibilità consentita dalla legge, e non prima, l'impresa potrebbe comunicare al cliente informazioni sulla propria offerta di prodotti con caratteristiche di sostenibilità.

Nel caso della gestione di portafogli, le nuove linee guida prevedono che le preferenze di sostenibilità del cliente (compresa la quota minima da impiegare in investimenti con caratteristiche di sostenibilità) debbano essere acquisite e valutate in occasione della definizione del mandato e della strategia di investimento. È in tale

sede che l'impresa, se non può soddisfare tali preferenze, dovrebbe domandare al cliente se questi intenda adeguarle, registrando la sua decisione nel mandato.

Si comprende bene come il *framework* regolativo appena descritto sulla valutazione di adeguatezza in funzione delle preferenze di sostenibilità e, segnatamente, sulla possibilità di adattamento del profilo di sostenibilità del cliente adottati per gli strumenti finanziari sostenibili, al fine di favorirne gli investimenti, un modello di distribuzione "orientato al prodotto" (ossia di adeguamento del profilo del cliente al profilo del prodotto); modello che, al contrario, l'evoluzione della disciplina sui servizi di investimento ha progressivamente bandito per la distribuzione degli strumenti finanziari *tout court* in regime di consulenza e di gestione di portafogli, preferendo l'adozione di un modello "orientato al cliente" (ossia di adeguamento del profilo del prodotto al profilo cliente) di maggiore tutela per l'investitore.

Riflesso di questo duplice paradigma (più e meno favorevole) funzionale alla natura sostenibile o meno degli strumenti finanziari da raccomandare o offrire sono le misure contenute nel Regolamento del 2021 che, al fine di arginare pratiche di vendita impropria, tengono ben distinti il profilo finanziario, da un lato, e il profilo di sostenibilità, dall'altro, del cliente, non ostante l'inclusione delle preferenze di sostenibilità tra gli obiettivi di investimento del medesimo. In proposito e con maggiore esattezza, conformemente al principio dell'obbligo di agire nel miglior interesse del cliente e a quanto precisato in merito alle modalità di profilatura del medesimo (v. considerando 5), la Commissione nella relazione al provvedimento in esame²⁸ sottolinea che i fattori di sostenibilità non dovrebbero prevalere sull'obiettivo di investimento finanziario di un cliente e che le preferenze di sostenibilità dovrebbero essere trattate nell'ambito del processo di valutazione dell'adeguatezza solo dopo che sia stato considerato l'obiettivo di investimento (finanziario) del cliente, oltre naturalmente i parametri della conoscenza ed

²⁸ V. Relazione alla proposta del Regolamento delegato del 21 aprile 2021, cit., 4.

esperienza e della situazione finanziaria. L'opportunità di adottare un modello bifocale e in sequenza di valutazione dell'adeguatezza è ribadita dall'ESMA nell'orientamento 81 di supporto all'orientamento generale 8 rientrante nel gruppo di disposizioni necessarie a garantire l'adeguatezza di un investimento²⁹.

Quanto alle modalità di conservazione della documentazione, l'orientamento 111 di supporto all'orientamento generale 12 stabilisce che l'impresa è tenuta a mantenere tutte le informazioni pertinenti sulla valutazione dell'adeguatezza (sul cliente, sugli strumenti finanziari raccomandati al cliente o acquistati per suo conto, sulla relazione di adeguatezza trasmessa), nonché le eventuali modifiche, comprese le situazioni in cui le preferenze di sostenibilità di un cliente vengono adeguate e una spiegazione chiara dei motivi di tale adeguamento.

Per completezza di indagine, ricordiamo che la differenza di regime prevista per le conseguenze connesse alla valutazione di adeguatezza in relazione al profilo finanziario (in caso di incompatibilità, la raccomandazione o l'operazione è bloccata) e al profilo di sostenibilità (in caso di incompatibilità, la raccomandazione o l'operazione può essere effettuata se conforme al solo profilo finanziario ovvero se l'investitore adatta le proprie preferenze di sostenibilità) del cliente risulta confermata anche dal fatto che rimane inalterata (nel senso che non si estende alle informazioni sulle preferenze di sostenibilità dell'investitore) la norma contenuta nell'art. 54, par. 8, del Regolamento del 2017, che, nella prestazione del servizio di consulenza, obbliga gli intermediari ad astenersi dal proporre l'operazione nel caso di mancanza e/o insufficienza di informazioni dal cliente che ne impediscono la profilatura finanziaria. Ne consegue che, nell'ipotesi di mancanza o carenza di informazioni dal cliente che ne ostacolano la profilatura di sostenibilità, la legge consente la distribuzione di strumenti finanziari in generale, *ergo* anche quelli la cui

²⁹ In proposito la Commissione, nel Piano di azione per la finanza sostenibile (7) evidenzia che, non ostante la presenza di tale raccomandazione nel *Final Report - Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements* dell'ESMA, a causa della sua natura non vincolante gli intermediari sono restii ad implementarla adeguatamente.

attività economica sottostante presenti caratteristiche di sostenibilità, quando l'intermediario disponga di informazioni sufficienti a delineare il profilo finanziario dell'investitore e gli strumenti in questione, in seguito alla valutazione di adeguatezza, risultino idonei a tale profilo.

In aggiunta, il Regolamento 2017/565, nel perseguire l'obiettivo regolatorio del sostegno della finanza alla sostenibilità, cerca di rafforzare, rispetto ai progetti che lo hanno preceduto, la capacità di *enforcement* delle integrazioni regolative in materia di sostenibilità, optando nell'ultima versione, all'interno delle regole sulla valutazione di adeguatezza, per l'equiparazione delle preferenze di sostenibilità agli obiettivi di investimento del cliente e non (come nelle versioni del 2019 e del 2020³⁰) alle altre caratteristiche personali. Tale scelta ha due implicazioni consequenziali. La prima è che, se il cliente o potenziale cliente manifesta preferenze di sostenibilità, la legge obbliga gli intermediari a tenerne sistematicamente conto nel processo di selezione degli strumenti finanziari da raccomandare o offrire a detto cliente e a conciliarle con le esigenze finanziarie del medesimo. La seconda è che il non tener conto da parte dell'intermediario in sede di *suitability assessment* delle preferenze di sostenibilità dichiarate dal cliente, data la relativa equiparazione agli obiettivi di investimento legislativamente imposti quale parametro di valutazione dell'adeguatezza, è suscettibile di configurarsi come fattispecie di responsabilità dell'intermediario per violazione delle regole di condotta, precisamente per violazione dell'obbligo di idoneità di cui all'art. 25, par. 2, della MiFID II, quanto meno allorché l'adeguamento alle preferenze di sostenibilità non comprometta la conformità agli obiettivi finanziari del cliente³¹.

³⁰ Come invece previsto nelle versioni del regolamento del 2019 e del 2020.

³¹ Cfr. MEZZANOTTE, *Accountability in EU Sustainable Finance: Linking the Client's Sustainability Preferences and the MiFID II Suitability Obligation*, cit., 28 ss.; COLAERT, *Integrating Sustainable Finance into the MiFID II and IDD Investor Protection Framework*, in Busch, Ferrarini e Grünewald (a cura di), *Sustainable Finance in Europe*, 2021, Palgrave MacMillan, 445 ss., in part. 457 s..

Sebbene manchi una previsione espressa da parte del legislatore, va da sé che le preferenze di sostenibilità dovranno essere considerate anche in occasione della valutazione periodica di adeguatezza sia là dove queste abbiano rappresentato un parametro per la valutazione di adeguatezza iniziale, sia nelle ipotesi di cambiamenti nel profilo di sostenibilità del cliente dovuti, per esempio, ad una sua successiva sensibilizzazione verso i temi della sostenibilità o al contrario ad un intervenuto disinteresse per i medesimi temi, sia nel caso di cambiamenti nelle caratteristiche di sostenibilità del prodotto conseguenti, per esempio, ad un aumento del rischio di sostenibilità per l'investimento.

Infine, il testo rinnovato dell'art. 52 del Regolamento 2017/565 impone (naturalmente con riferimento alla distribuzione di strumenti finanziari ammissibili valutati come adeguati sia al profilo finanziario sia alle preferenze di sostenibilità del cliente) agli intermediari che prestano il servizio di consulenza di integrare la dichiarazione di adeguatezza da fornire prima della conclusione dell'operazione proposta, inserendo una spiegazione dei motivi per cui la raccomandazione risulti adeguata, oltre che al profilo finanziario, anche al profilo di sostenibilità del cliente.

Relativamente alla rendicontazione periodica di adeguatezza, atteso che il Regolamento 2017/565 prevede che le relazioni successive alla definizione iniziale del servizio possano riguardare solo le modifiche intervenute nei servizi o strumenti in questione e/o nelle circostanze del cliente e non necessariamente devono ripetere tutti i dettagli della prima relazione, la spiegazione dei motivi della permanenza nel tempo dell'adeguatezza dell'investimento alle preferenze di sostenibilità del cliente è dovuta solo in caso di cambiamenti intervenuti nel profilo di sostenibilità del cliente oppure nelle caratteristiche di sostenibilità del prodotto.

3. Dall'analisi condotta emerge con tutta evidenza una forte spinta del legislatore comunitario a favore del coinvolgimento della finanza nello sviluppo

sostenibile. Tale spinta si traduce con riferimento alla disciplina esaminata, nella definizione di un regime favorevole agli investimenti sostenibili, basato sull'inclusione delle preferenze di sostenibilità negli obiettivi di investimento del cliente e sull'adozione, per la distribuzione di strumenti che finanziano attività economiche sostenibili, di un modello orientato al prodotto di minore tutela per l'investitore rispetto al modello orientato al cliente imposto invece per la distribuzione di strumenti finanziari *tout court*.

Non c'è dubbio che questa decisione del legislatore sia mossa da considerazioni apprezzabili, anche se la sua applicazione andrà testata e monitorata attentamente, poiché è altrettanto verosimile che essa possa essere foriera di situazioni di pericolo per gli investitori offrendo agli intermediari nuove opportunità per pilotare le preferenze di sostenibilità dei primi a proprio vantaggio.

Le linee guida dell'ESMA potrebbero contribuire ad arginare questo rischio nella ricerca di un adeguato bilanciamento tra i due obiettivi regolatori: quello della protezione dell'investitore finanziario proprio della disciplina di derivazione MiFID II e quello della sostenibilità a cui sono finalizzate le modifiche esaminate a tale normativa. Tuttavia, saremmo troppo ottimisti nel credere che la potenziale divergenza tra i due obiettivi regolatori che il comportamento degli intermediari è in grado, nel concreto, di generare possa essere mitigato da disposizioni per di più a carattere non vincolante³², poiché inevitabile è il conflitto tra l'interesse dell'investitore e l'interesse dell'intermediario naturalmente connesso allo svolgimento di attività finanziarie. Probabilmente dire che il compito di perseguire un obiettivo sociale, come quello della sostenibilità, non possa essere affidato alla finanza privata ma esclusivamente a istituzioni ed enti finanziari pubblici (come la Banca Europea per gli investimenti e il Fondo europeo per gli investimenti) sarebbe contro corrente e anacronistico. L'Europa ha fatto una scelta diversa diretta al

³² Cfr. PERRONE, CARDANI, *Investment Services and the Risks of Sustainable Finance*, cit., 34.

coinvolgimento e alla sensibilizzazione di tutti gli attori del mercato finanziario per i temi legati alla sostenibilità³³. Pertanto, solo l'applicazione pratica della riforma esaminata e la valutazione dei relativi effetti ci consentiranno di capire se il diritto comunitario sia riuscito a guidare gli operatori finanziari verso un giusto equilibrio tra tutela dell'investitore e incentivo alla sostenibilità.

Maria Elena Salerno

*Associato di Diritto dell'economia
nell'Università degli studi di Siena*

³³ V. *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile (Action Plan)*, cit., 2.