

# IANUS

Diritto e Finanza



UNIVERSITÀ  
DI SIENA  
1240

Rivista di studi giuridici

<https://www.rivistaianus.it>



ISSN: 1974-9805

n. 29 - giugno 2024

**GLI OBIETTIVI DI SOSTENIBILITÀ NELLA  
PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI CONSULENZA  
IN MATERIA DI INVESTIMENTI E DI GESTIONE  
DI PORTAFOGLI ALLA LUCE DEI NUOVI  
ORIENTAMENTI ESMA SU ALCUNI ASPETTI  
DEI REQUISITI DI ADEGUATEZZA  
DELLA MiFID II**

Maria Elena Salerno



# GLI OBIETTIVI DI SOSTENIBILITÀ NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI E DI GESTIONE DI PORTAFOGLI ALLA LUCE DEI NUOVI ORIENTAMENTI ESMA SU ALCUNI ASPETTI DEI REQUISITI DI ADEGUATEZZA DELLA MIFID II<sup>°</sup>

**Maria Elena Salerno**

*Professoressa Associata di Diritto dell'economia  
Università degli Studi di Siena*

*L'integrazione dei requisiti sostenibilità nella normativa di derivazione MiFID II, segnatamente nell'ambito delle regole organizzative e di condotta delle imprese che prestano i servizi di consulenza e di gestione di portafogli, genera una serie di interrogativi e problemi interpretativi e applicativi da cui può scaturire un conflitto tra due ugualmente validi obiettivi regolatori: quello della tutela del cliente, proprio della normativa ex MiFID II, e quello della sostenibilità a cui è finalizzato l'intervento integrativo della Commissione Europea.*

*Il presente contributo ha lo scopo di esaminare se i rinnovati Orientamenti dell'ESMA su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II del 3 aprile 2023 siano in grado di chiarire ed interpretare alcuni profili 'azzardati' della nuova disciplina onde bilanciare adeguatamente i suddetti obiettivi regolatori, impedendo che la sostenibilità diventi uno strumento nelle mani degli intermediari suscettibile di utilizzo a danno gli investitori in strumenti finanziari.*

*The integration of sustainability requirements in MiFID II package-based organisational and conduct-of-business regulation for advisers and portfolio managers leads to many questions and problems of interpretation and application. This situation could generate a potential conflict between the two worthwhile regulatory objectives: investor protection, pursued by MiFID II, and ensuring sustainability, pursued by the European Commission regulatory amendments.*

*The purpose of essay is to analyse whether the renewed ESMA Guidelines on certain aspects of MiFID II suitability requirements of 3 April 2023 are able to clarify and interpret some 'risky' profiles of the new framework in order to adequately balance the aforementioned regulatory objectives, by preventing sustainability from becoming a tool in the hands of intermediaries that is likely to be used to damage investors in financial instruments.*

## **Sommario:**

1. Premessa
2. Le linee guida dell'ESMA
  - 2.1. Obiettivi e *ratio* dell'intervento
  - 2.2. Direttive per l'applicazione della *know your customer rule*
  - 2.3. Direttive per l'applicazione della *know your merchandise rule*
  - 2.4. Direttive per l'applicazione della *suitability rule*
3. Qualche osservazione conclusiva

---

<sup>°</sup> Saggio sottoposto a *double-blind peer review*.

## 1. Premessa

L'integrazione, ad opera del Regolamento delegato (UE) 2021/1253<sup>1</sup>, dei fattori<sup>2</sup>, dei rischi<sup>3</sup> e delle preferenze di sostenibilità<sup>4</sup> 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 – genera una serie di interrogativi e di problemi interpretativi<sup>5</sup> soprattutto con riguardo alle modalità di applicazione

---

<sup>1</sup> 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/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.

<sup>2</sup> 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».

<sup>3</sup> 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».

<sup>4</sup> V. *infra* nel testo.

<sup>5</sup> Per tali questioni mi si consenta di rinviare, anche per la dottrina *ivi* riportata, a: 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*

delle 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 di valore, quello della tutela del cliente, proprio della normativa *ex* MiFID II, e quello della sostenibilità a cui è finalizzato il recente intervento della Commissione Europea<sup>6</sup>; 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 si propone di esaminare se i rinnovati *Orientamenti dell'ESMA su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II* del 3 aprile 2023<sup>7</sup> siano idonei 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, sancito dalla MiFID II e dai regolamenti a questa collegati, di agire nel miglior interesse (economico/finanziario) del cliente.

---

*Market. A European Perspective*, EBI STUDIES IN BANKING AND CAPITAL MARKETS LAW, Cham:Palgrave Macmillan - Springer Nature, 175 ss., in part. 189 ss.

<sup>6</sup> Secondo una dottrina (PERRONE, CARDANI, *Investment Services and the Risks of Sustainable Finance*, in AA.VV., Atti del Convegno nazionale ODC "IMPRESE, MERCATI E SOSTENIBILITÀ: NUOVE SFIDE PER IL DIRITTO COMMERCIALE", Roma, 26-27 maggio 2023, *passim*, <https://www.orizzontideldirittocommerciale.it/atti-dellanno-2023>), 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. Sui rischi specifici degli investimenti sostenibili v. anche ARRIGONI, *Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Rivista di diritto bancario*, I, 2023, fasc. II, 261 ss., spec. 268 ss.

<sup>7</sup> 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](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](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-387_it.pdf). Per una prima analisi delle Linee guida dell'ESMA e dei problemi che, non ostante tale intervento, rimangono irrisolti v.: RISPOLI FARINA, *La sostenibilità nei servizi di investimento*, in AA.VV., Atti del Convegno nazionale ODC "IMPRESE, MERCATI E SOSTENIBILITÀ: NUOVE SFIDE PER IL DIRITTO COMMERCIALE", Roma, 26-27 maggio 2023, *passim* ([https://www.orizzontideldirittocommerciale.it/wp-content/uploads/2023/05/Rispoli-Farina\\_Orizzonti-2023.pdf](https://www.orizzontideldirittocommerciale.it/wp-content/uploads/2023/05/Rispoli-Farina_Orizzonti-2023.pdf)).

## 2. Le linee guida dell'ESMA

### 2.1. Obiettivi e *ratio* dell'intervento

Nel suo *Final report* in materia<sup>8</sup>, 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. In aggiunta, gli *Orientamenti* ESMA mirano a garantire un approccio convergente nella supervisione dei coefficienti di adeguatezza; approccio questo alla base di una maggiore protezione degli investitori, che costituisce l'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 delle rinnovate *soft rules* 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, trarranno vantaggio da 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 coefficienti MiFID II, aumentando la fiducia degli investitori nei mercati finanziari, in vista della creazione di un reale mercato unico dei capitali.

Andando nel dettaglio, l'ESMA elenca una serie di benefici legati alle linee guida, quali la riduzione del rischio di *mis-selling* e delle relative conseguenze finanziarie, 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, effetti positivi per le imprese collegati alla più intensa standardizzazione dei processi diretti ad implementare il *framework* di adeguatezza della MiFID II, e conseguenze positive 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 oneri complessivi minori per

---

<sup>8</sup> 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](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.

l'implementazione del quadro aggiornato delle regole. 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 connessi all'aggiornamento/revisione degli assetti procedurali ed organizzativi esistenti ai nuovi requisiti di sostenibilità nonché al processo di raccolta delle preferenze di sostenibilità dei clienti; costi informatici iniziali e correnti; costi organizzativi e delle risorse umane; 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, ci concentreremo su quelli concernenti gli elementi di sostenibilità introdotti dalla normativa di secondo livello di cui al Regolamento 2021/1253 nella disciplina in materia di valutazione di adeguatezza delineata dall'art. 54 del Regolamento (UE) 2017/565<sup>9</sup>. Le linee guida intervengono su tutti i profili della verifica: dai parametri di valutazione, rappresentati dalle caratteristiche del cliente e del prodotto, alle modalità di valutazione dell'idoneità, agli obblighi informativi a questa correlati<sup>10</sup>.

## 2.2. Direttive per l'applicazione della *know your customer rule*

Con riferimento alla profilatura 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", includendo queste ultime nel gruppo di dati da raccogliere in merito agli obiettivi di investimento del cliente. Questa categoria di informazioni, quindi, oltre all'orizzonte temporale di conservazione dell'investimento, alle preferenze in materia di assunzione del rischio, alla tolleranza al rischio, alla finalità dell'investimento, comprende oggi altresì le preferenze di sostenibilità.

Queste ultime secondo la definizione contenuta nella versione aggiornata del Regolamento del 2017<sup>11</sup>, sono intese come la scelta, da parte di un cliente o

---

<sup>9</sup> L'art. 54 del Regolamento 565/2017 reca il titolo "*Valutazione dell'idoneità e relazioni sull'idoneità*" e trova applicazione alla prestazione sia del servizio di consulenza in materia di investimenti sia del servizio di gestione di portafogli.

<sup>10</sup> 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., 448 ss.

<sup>11</sup> V. art. 2, punto 7. Anche con riferimento a tale definizione la dottrina (MEZZANOTTE, *Accountability in EU Sustainable Finance: Linking the Client's Sustainability Preferences and the MiFID II*

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 impiegare in investimenti 'ecosostenibili' ai sensi dell'art. 2, punto 1, del Regolamento (UE) 2020/852 (c.d. *Green Taxonomy Regulation*<sup>12</sup>), e/o;
- per il quale il cliente o potenziale cliente determina la quota minima (il livello minimo di sostenibilità) da impiegare in investimenti sostenibili ai sensi dell'art. 2, punto 17, del Regolamento (UE) 2019/2088 (c.d. SFDR)<sup>13</sup>, e/o;
- che considera i principali impatti negativi (c.d. PAI – *Principal Adverse Impacts*) sui fattori di sostenibilità per il quale il cliente o potenziale cliente determina

---

*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, alla considerazione delle "preferenze di sostenibilità" di cui al SFDR e al Regolamento Tassonomia.

<sup>12</sup> 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'introduzione 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.

<sup>13</sup> 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 del SFDR (art. 2, punto 17), un 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, là dove rilevanti (art. 6).



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 ordine 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 le 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 notizie sulle proprie preferenze in tema sostenibilità, con sufficiente granularità<sup>14</sup>, di cui l'intermediario dovrà tener conto nella composizione della lista dei prodotti raccomandabili. Tali indicazioni dovranno 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*<sup>15</sup> 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 contesto<sup>16</sup>. A tal fine, si richiede che le imprese spieghino in

---

<sup>14</sup> Cfr. SIRI, ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, cit., 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.

<sup>15</sup> V. *Orientamento 16 di supporto all'Orientamento generale 1*.

<sup>16</sup> 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

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 illustrare 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 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* ESMA<sup>17</sup>, 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 la decisione del 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 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 finanziano 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 Regolamentazione<sup>18</sup> del SFDR (anziché un approccio basato su

---

consultazione ha rivelato che solo una minoranza dei clienti ha sollevato 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)).

<sup>17</sup> V. *Orientamenti* 27 e 28 di supporto all'*Orientamento generale* 2.

<sup>18</sup> Queste sono contenute nel Regolamento delegato (UE) 2022/1288, che integra il regolamento (UE) 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

ciascun indicatore PAI), quali emissioni, rendimento energetico, acqua e rifiuti, ecc.<sup>19</sup>, 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 impatti negativi sui fattori di sostenibilità)<sup>20</sup>.

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 investirà per conto del medesimo, documentando nella relazione sull'adeguatezza la scelta di quest'ultimo di non specificare ulteriormente le preferenze di sostenibilità<sup>21</sup>.

Per ciò che concerne il momento in cui rilevare le preferenze di sostenibilità dell'investitore non si riscontrano indicazioni negli *Orientamenti* dell'autorità di vigilanza. Sul punto, 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,

---

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.

<sup>19</sup> 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).

<sup>20</sup> 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 egli 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.

<sup>21</sup> Le imprese dovrebbero assicurare che siano predisposti meccanismi analoghi quando forniscono servizi di consulenza automatizzata, dato il limitato intervento umano.

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.

Le linee guida<sup>22</sup>, invece, 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", 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 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» con la conseguenza che al medesimo potrebbero essere raccomandati sia prodotti con elementi di sostenibilità sia prodotti che ne sono privi.

### **2.3. Direttive per l'applicazione della *know your merchandise rule***

Con riferimento al profilo del prodotto da offrire o raccomandare, il riformato Regolamento 2017/565 (art. 54, par. 9) impone all'intermediario di predisporre appropriate politiche e procedure che provino la propria capacità di «*comprendere la natura e le caratteristiche, compresi i costi e i rischi, dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari selezionati per i clienti, compresi eventuali fattori di sostenibilità, 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 dall'intermediario ai fini della formulazione di una proposta di investimento adeguata.

Stanti queste previsioni, ai fini di una corretta ed armonizzata applicazione della *know your merchandise rule* intervengono i chiarimenti forniti nei nuovi

---

<sup>22</sup> V. *Orientamento 57* di supporto all'*Orientamento generale 5*.

### *Orientamenti dell'ESMA*<sup>23</sup>.

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 raccomandazione<sup>24</sup>. 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 effettivo<sup>25</sup>) 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 del livello di complessità dei prodotti<sup>26</sup> 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 allo scopo 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, di quota di investimenti sostenibili ai sensi del SFDR, di presa in considerazione dei principali impatti 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

---

<sup>23</sup> V. *Orientamenti 72 e 73 di supporto all'Orientamento generale 7*. Sulla rilevanza delle previsioni inerenti alla *know merchandise rule* "nel tradurre le propensioni non economiche dell'investitore retail" v. CARRISI, *La finanza sostenibile e la ricerca di nuovi parametri di adeguatezza*, in *Rivista di diritto bancario*, suppl. fasc. 4, 2023, 1 ss., in part. 15 s.

<sup>24</sup> 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.

<sup>25</sup> 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.

<sup>26</sup> Per la valutazione della complessità dei prodotti, le linee guida suggeriscono l'utilizzo dei criteri e dei principi individuati nella direttiva MiFID II.

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 incentrate sulle "qualifiche del personale dell'impresa"<sup>27</sup>. Si specifica che il personale, oltre alle conoscenze e le competenze necessarie alla valutazione di adeguatezza richieste 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 competenze<sup>28</sup>, deve acquisire le conoscenze e le competenze necessarie in merito ai criteri ricavabili dalla nozione di preferenze di sostenibilità ed essere in grado di illustrare 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. Chiarimenti per l'applicazione della *suitability rule***

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 ad 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 impatti 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 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*

---

<sup>27</sup> V. *Orientamento 106* di supporto all'*Orientamento generale 104*.

<sup>28</sup> 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](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma71-1154262120-153_guidelines_for_the_assessment_of_knowledge_and_competence_corrigendum.pdf)).

*regolamento*<sup>29</sup>. 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<sup>30</sup>. Va da sé che, come precisato dall'ESMA nelle linee guida<sup>31</sup>, 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 sostenibilità<sup>32</sup>.

Il regime di favore stabilito per la valutazione dell'adeguatezza in relazione ad elementi di sostenibilità è rafforzato dall'ulteriore norma contenuta nel Regolamento 2021/1253 (nuovo par. 10 dell'art. 54 del Regolamento 2017/565) che sancisce la possibilità per l'investitore di modificare le proprie preferenze di sostenibilità (tipo e/o livello minimo di sostenibilità) al fine di adattare 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 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 previsione in esame<sup>33</sup>. 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,

---

<sup>29</sup> V. la Relazione alla proposta di Regolamento delegato del 21 aprile 2021, cit., 4.

<sup>30</sup> Sui problemi che sotto il profilo della responsabilità dell'intermediario e dei rimedi attivabili dall'investitore pone l'ipotesi di compatibilità dello strumento al solo profilo finanziario del cliente v. CARRISI, *La finanza sostenibile e la ricerca di nuovi parametri di adeguatezza*, cit., 8 ss.

<sup>31</sup> V. *Orientamento 85* di supporto all'*Orientamento generale 8*.

<sup>32</sup> 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>).

<sup>33</sup> V. *Orientamenti 82, 83 e 84*.

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 del 2017 (art. 54, par. 10)<sup>34</sup>, 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 no 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 ordine alle modalità

---

<sup>34</sup> Sottolinea l'eccezionalità di tale previsione normativa CARRISI, *La finanza sostenibile e la ricerca di nuovi parametri di adeguatezza*, cit., 20.



di profilatura del medesimo (v. considerando 5), la Commissione nella Relazione al Regolamento delegato del 2021<sup>35</sup> 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 ai parametri della conoscenza ed esperienza e della situazione finanziaria<sup>36</sup>. L'opportunità di adottare un modello bifocale e in sequenza di valutazione dell'adeguatezza è ribadita dall'ESMA<sup>37</sup> nel gruppo di *Orientamenti* necessari a garantire l'adeguatezza di un investimento<sup>38</sup>.

Quanto alle modalità di conservazione della documentazione, le linee guida<sup>39</sup> stabiliscono 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 vengano 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 adatti 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 impediscano la profilatura finanziaria. Ne consegue che, nell'ipotesi di mancanza o carenza di informazioni dal cliente che ne ostacolino la profilatura di sostenibilità, la legge consente la distribuzione di strumenti finanziari in generale, *ergo* anche quelli la cui attività economica sottostante presenti caratteristiche di sostenibilità, quando l'intermediario disponga di informazioni sufficienti a delineare il profilo finanziario dell'investitore e gli

---

<sup>35</sup> V. Relazione alla proposta del Regolamento delegato del 21 aprile 2021, cit., 4.

<sup>36</sup> Sulla prevalenza dell'interesse al rendimento rispetto all'interesse alla sostenibilità cfr. ARRIGONI, *Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell'investitore*, cit., 272 ss.

<sup>37</sup> V. *Orientamento 81* di supporto all'*Orientamento generale 8*.

<sup>38</sup> 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.

<sup>39</sup> V. *Orientamento 111* di supporto all'*Orientamento generale 12*.

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 2020<sup>40</sup>) 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 cliente<sup>41</sup>.

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, con l'inserimento di una spiegazione dei motivi per cui la raccomandazione risulti adeguata, oltre che al profilo finanziario, anche al

---

<sup>40</sup> Come invece previsto nelle versioni del regolamento del 2019 e del 2020.

<sup>41</sup> 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.

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. Qualche osservazione conclusiva

La spinta del legislatore comunitario per il coinvolgimento della finanza nello sviluppo sostenibile si concretizza, 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 regolatore europeo sia mossa da considerazioni apprezzabili, anche se la sua applicazione andrà testata e monitorata attentamente, poiché è altrettanto verosimile che la stessa 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 vincolante<sup>42</sup>, poiché inevitabile è il conflitto tra l'interesse dell'investitore e l'interesse dell'intermediario naturalmente connesso allo svolgimento di attività finanziarie. Probabilmente sostenere che il compito di perseguire un obiettivo sociale, come quello della sostenibilità, non possa essere affidato alla finanza privata ma esclusivamente ad istituzioni ed enti finanziari pubblici (come la

---

<sup>42</sup> Cfr. PERRONE, CARDANI, *Investment Services and the Risks of Sustainable Finance*, cit., 34.

Banca Europea per gli investimenti e il Fondo europeo per gli investimenti) sarebbe contro corrente e anacronistico. L'Europa ha, difatti, optato per una soluzione diretta al coinvolgimento e alla sensibilizzazione di tutti gli attori del mercato finanziario per i temi legati alla sostenibilità<sup>43</sup>. 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.

---

<sup>43</sup> V. *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile (Action Plan)*, cit., 2.

