

Profili attuali della sostenibilità

Istituzioni, economia, enti, contratto

a cura di Luca Di Nella



FrancoAngeli 

Volume pubblicato con il contributo
dell'Università degli Studi di Parma – Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali.

In copertina: C. Monet, Boulevard des Capucines (1873-74, dettaglio)

Isbn e-book Open Access: 9788835189244

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

Publicato con licenza *Creative Commons*
Attribuzione-Non Commerciale-Non opere derivate 4.0 Internazionale
(CC-BY-NC-ND 4.0).

Sono riservati i diritti per Text and Data Mining (TDM), AI training e tutte le tecnologie simili.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore.
L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni
della licenza d'uso dell'opera previste e comunica sul sito
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.it>

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835189244

INDICE

Prefazione , <i>Luca Di Nella</i>	pag.	7
Introduzione. Profili attuali della sostenibilità. Istituzioni, economia, enti, contratto , <i>Vito Rizzo</i>	»	9
Enti giuridici e sostenibilità: l'esperienza storica , <i>Giancarlo Anello</i>	»	13
Derecho mercantil y sostenibilidad en la moderna economía de mercado. Especial referencia a las crisis económicas en la legislación española , <i>Gabriel A. García Escobar</i>	»	27
Nuevos avances en materia de sostenibilidad en el Derecho Societario español: Sociedades de Beneficio e Interés Común , <i>José Luis Pérez-Serrabona González</i>	»	49
El rol del Derecho societario con el medio ambiente y la sostenibilidad , <i>Fco. Javier Pérez-Serrabona González</i>	»	83
Azione collettiva in difesa dell'ambiente e legittimazione delle associazioni , <i>Eugenio Llamas Pombo</i>	»	119
Enti non lucrativi e sostenibilità , <i>Luca Di Nella</i>	»	141
L'evoluzione della nozione di consumatore , <i>Lorenzo Mezzasoma</i>	»	167

La sostenibilità nei contratti dei mercati regolamentati, <i>Giovanni Berti De Marinis</i>	pag. 179
Le clausole di sostenibilità ambientale, <i>Cristiana Boiti</i>	» 199
La declinazione della sostenibilità nella concessione del credito, <i>Monica Pucci</i>	» 213
Autrici e Autori	» 229

LA SOSTENIBILITÀ NEI CONTRATTI DEI MERCATI REGOLAMENTATI

Giovanni Berti De Marinis

1. Mercato ed etica: i c.dd. fattori ESG

Potrebbe apparire quasi fuori luogo parlare di etica all'interno di processi economici caratterizzati da un estremo tecnicismo e dalla naturale vocazione degli stessi – e fra questi, in particolare, di quelli rientranti all'interno dei mercati regolamentati – ad uniformarsi a logiche di profitto. Eppure il profilo della relazione esistente fra quelli che, semplificando, potremmo definire come interessi non patrimoniali emergenti nella società contemporanea e razionale sviluppo economico del mercato, evidenziano come i due profili risultino – soprattutto oggi – fortemente intrecciati¹.

Da parte di alcuni autori è stata messa in risalto l'influenza che la filosofia e la dottrina di matrice cristiana hanno avuto nell'orientare in senso etico l'agire degli operatori spingendoli a tenere condotte econo-

1. S. Scotti Camuzzi, *Finanza etica ed etica della finanza. La "responsabilità sociale dell'impresa" nel settore della finanza*, in *Jus*, 2005, p. 103 ss.; F. Belli, *Finanza etica: una riflessione*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2007, p. 3 ss.; S. Beretta e A. Perrone, *La dimensione etica della finanza*, in *Iustitia*, 2014, p. 237 ss. Con specifico riferimento al comparto assicurativo, P. Negri, *Responsabilità sociale dell'impresa e finanza etica. Le scelte del legislatore e le implicazioni per il settore assicurativo*, in *Dir. econ. ass.*, 2007, p. 415 ss.; S. Beretta e A. Perrone, *La dimensione etica della finanza*, in *Iustitia*, 2014, p. 237 ss.; G. Vertucci, *L'etica quale fonte della responsabilità sociale d'impresa*, in *Nuovo dir. soc.*, 2019, p. 683 ss.; E. Macchiavello, *Possano esistere "banche etiche"? La nuova definizione normativa di "operatori di finanza etica e sostenibile" tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, p. 188 ss.

miche orientate non più soltanto al personale tornaconto – pur legittimo –, ma condizionate positivamente dall’obiettivo di realizzare anche interessi collettivi². Alla base vi sarebbe l’ombra proiettata sulle condotte economiche degli attori del mercato del principio di solidarietà³ che, influenzando il mercato, imporrebbe agli stessi di uniformarsi a logiche redistributive della ricchezza accumulata garantendo nuove utilità alla collettività⁴.

Si è parlato, a tal proposito, di sostenibilità del mercato – e, più in concreto, della finanza⁵ – a voler intendere una crescente attenzione nelle decisioni economiche e di investimento degli operatori verso le potenziali esternalità negative che queste possono determinare su interessi collettivi. Una nuova sensibilità che dovrebbe quindi spingere gli attori del mercato ad effettuare scelte che siano, per l’appunto, il più possibile sostenibili e quindi rispettose del ventaglio di valori che si va affermando nelle moderne società. Si è sempre visto tale fenomeno quale frutto di libere scelte imprenditoriali⁶ che assumono poten-

2. A. Fazio, *Razionalità economica e solidarietà*, Laterza 1996, *passim*; F. Capriglione, *Etica della finanza e finanza etica*, Laterza 1997, *passim*, ma spec. p. 103 ss.

3. Cfr., per qualche considerazione preliminare, V. Bancone, *L’impresa “civile” nella solidarietà sociale*, in *Riv. dir. priv.*, 2019, p. 453 ss. Cfr., pure, le considerazioni di M. Pennasilico, *Sviluppo sostenibile, legalità costituzionale e analisi “ecologica” del contratto*, in *Pers. merc.*, 2015, p. 1 ss.; S. Giubboni, *Solidarietà. Un itinerario di ricerca*, Esi 2022, *passim*; L. Mezzasoma, *Principi ispiratori della legge 21 ottobre 2021, n. 147: la solidarietà costituzionale*, in *Le Corti Umbre*, n. 1/2022, p. 76 ss.

4. La rilevanza di tale profilo, solo di recente sviluppatosi attraverso una consistente opera regolamentare, caratterizza invece da sempre l’esperienza economica anglosassone sicuramente maggiormente sensibile ad una sorta di nuovo mecenatismo sociale. V., sul punto. S. Maccarone, *Etica, morale e finanza*, in *Dir. banca merc. fin.*, 1998, p. 305 ss. e, più di recente, anche con cenni ad ulteriori ordinamenti, G. Mollo, *La comunicazione di informazioni di carattere non finanziario quale strumento di attuazione della Responsabilità Sociale dell’Impresa*, in *Riv. dir. ind.*, 2019, p. 318 ss.

5. I. Basile, *Esiste un modello di finanza sostenibile?*, in *Bancaria*, 2017, p. 12 ss.; G. Guzzetti, *Etica del risparmio e sviluppo*, in *Iustitia*, 2018, p. 561 ss.; G. Sabatini, *Finanza d’impatto e Action Plan sulla finanza sostenibile: il percorso delle banche europee*, in *Bancaria*, 2019, p. 23 ss.

6. Cfr., sul punto, V. Buonocore, *La responsabilità dell’impresa fra libertà e vincoli*, in *La responsabilità dell’impresa*, Giuffrè 2006, p. 39; V. Calandra Buonauro, *La responsabilità sociale dell’impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 530; M. Libertini, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità dell’impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 19; F. Denozza, *Le aporie della concezione volontaristica della CSR*, in V. Di Cataldo e P.M. Sanfilippo (a cura di), *La responsabilità sociale dell’impresa*, Giappichelli 2013, p. 49 s.; C. Angelici, *Divagazioni sulla “responsabilità sociale” d’impresa*, *ivi*, 2018, p. 7; P. Montalenti, *L’interesse sociale: una sintesi*, *ivi*, p. 316.

zialmente una rilevanza sociale non soltanto se interpretate in chiave negativa – quale, cioè, scelta di non pregiudicare interessi collettivi tramite le proprie strategie economiche – ma anche, e forse soprattutto, se letto in chiave positiva. In tale ultimo senso, infatti, sarebbero “sostenibili” quelle scelte economiche che stimolino la realizzazione ed il rafforzamento di interessi superindividuali della collettività. In questo progressivo affermarsi del fenomeno, si è voluto intravedere una sorta di graduale transizione da un ormai carente *Welfare* pubblico, ad una iniziativa privata che, improntata a logiche solidaristiche e di redistribuzione, si prenda l’onere di occupare attraverso scelte etiche i vuoti lasciati dal primo⁷.

Rompendo però la crosta superficiale di un “mecenatismo” meramente altruistico pronto a pregiudicare gli interessi individuali per favorire, al contrario, il benessere comune, va oggi segnalato come i mercati abbiano fiutato le potenziali ricadute economiche che possono derivare da una ostentata sensibilità ed attenzione verso i fattori non patrimoniali o dal fatto di tenere in considerazione i rischi che possono derivare dagli stessi⁸.

Il moderno regolatore sta infatti valorizzando tale fenomeno lasciando emergere l’importanza che, all’interno del mercato, vanno via via assumendo i c.dd. fattori ESG (*Environmental, Social and Governance factors*) riferendosi, con tale acronimo, all’introduzione di nuovi parametri che spingono a valutare la struttura e le *performance* delle imprese non più solo in relazione ad elementi di natura patrimoniale, ma anche alla luce della sensibilità che le stesse hanno nei confronti delle problematiche di natura ambientale e sociale.

Il profilo della rilevanza dei suddetti fattori si lascia apprezzare, in primo luogo, sotto l’aspetto della stabilità dell’impresa che, integrando i rischi di sostenibilità all’interno delle proprie politiche aziendali, sarebbe in grado di prevenire o mitigare gli effetti negativi che l’avvenimento di quei rischi può determinare⁹. Gli aspetti menzionati rileva-

7. F. Capriglione, *Etica della finanza e finanza etica*, cit., p. 199, sul punto, cfr. pure le considerazioni di C. Angelici, *Divagazioni sulla “responsabilità sociale” d’impresa*, cit., p. 8.

8. Pongono in evidenza come le politiche assunte da una impresa in relazione al profilo della sostenibilità possano «contribuire ad aumentare il valore dell’investimento stesso», L. Andriola, M. Jorizzo e P. Sabelli, *Sustainable investors relation: comunicare agli investitori tramite le strategie di sostenibilità ambientale*, in *Ambiente e sviluppo*, 2016, p. 743 ss.

9. Insiste su tale aspetto il Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile [COM(2018)97 final] della Commissione datato 8 marzo 2018, p. 3 ss.

no, poi, in termini di visibilità reputazionale dell'operatore economico che promuove con le proprie scelte aziendali attività dalle quali l'intera società ricavi una utilità immediata o che dimostrino un elevato livello di empatia con le problematiche maggiormente sentite da parte della stessa¹⁰. Ma da tale dato immediatamente percepibile derivano riflessi di mercato tutt'altro che trascurabili.

L'attenzione di un operatore economico su tali profili è infatti in grado di influenzare il mercato dei potenziali clienti, le scelte dei futuri eventuali investitori e degli *stakeholders*. Nelle imprese dei mercati regolamentati, poi, a tali riflessi si somma con ancor più evidenza la capacità di attrarre investimenti promuovendo nel mercato prodotti che si dimostrino *compliant* con le suddette priorità. Niente di male, ben inteso, purché però ciò avvenga in un quadro di regole che siano in grado di determinare il buon uso economico di tale "sensibilità" la quale, se sfruttata in maniera inconsapevole, distorta o poco trasparente, potrebbe falsare il mercato generando illegittimi vantaggi competitivi per l'operatore che ne faccia uso o porterebbe a (dis)orientare il potenziale cliente/investitore verso scelte economiche non del tutto volute.

Se è sotto gli occhi di tutti il fatto che le riflessioni sui profili ESG siano state pressoché integralmente assorbite dalle pur relevantissime questioni relative alla sostenibilità ambientale¹¹ – generando una spasmodica ricerca di ecosostenibilità dell'operatore economico o dell'investimento che lo stesso propone al pubblico dei potenziali clienti – appare evidente come il quadro degli interessi socialmente sensibili e che, in quanto tali, sono potenzialmente in grado di orientare le scelte economiche dei potenziali clienti ed investitori, sia molto più ampio ed impossibile da delineare in maniera completa ed esaustiva.

10. Sul punto, v. A. Antonucci, *La responsabilità sociale dell'impresa*, in *Nuova giur. civ. comm.*, II, 2007, p. 128; M. Libertini, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, in *Orizz. Dir. comm.*, 2013, p. 2.

11. Cfr., il Rapporto del Gruppo di lavoro 3 dell'Osservatorio italiano sulla finanza sostenibile «Il rischio climatico per la finanza italiana», del 4 marzo 2019. La relazione fra regole dell'impresa ed ambiente è al centro delle riflessioni anche della dottrina straniera. Cfr., sul punto, M. Brimble, J. Steward e L. de Zwaan, *Climate Change and Financial Regulation. Challenges for the Financial Sector Following the Global Financial Crisis*, in *Griffith Law Rev.*, 2010, p. 71 ss.; S.E. Light, *The Law of The Corporation as Environmental Law*, in *Stanford Law Rev.*, 2019, p. 137 ss.; D.C. Esty e Q. Karpilow, *Harnessing Investor Interest in Sustainability: the Next Frontier in Environmental Information Regulation*, in *Yale Journal of Regulation*, 2019, p. 625 ss.

2. L'emersione dei fattori ESG nella recente regolamentazione del mercato al livello UE: le dichiarazioni di carattere non finanziario di cui alle direttive 2013/34/UE e 2014/95/UE – come modificate dalla Direttiva UE 2022/2464 – e la Direttiva (UE) 2024/1760 relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità

Limitando l'indagine al settore finanziario, va segnalato che l'attenzione da parte del regolatore verso la "sostenibilità" di tali settori economici ha trovato una prima compiuta espressione nella direttiva 2013/34/UE – recepita in Italia con d.lg. 30 dicembre 2016, n. 254¹² – ed oggi modificata dalle direttive 2014/95/UE ed (UE) 2022/2464 (c.d. direttiva CSRD). Attraverso tale disposizione si è tentato di introdurre regole maggiormente precise ed uniformi in tema di «comunicazione di informazioni di carattere non finanziario» per i c.dd. enti di interesse pubblico¹³ e vede quindi come destinatari privilegiati proprio le imprese operanti nei mercati *lato sensu* finanziari e, in particolare, emittenti, banche, imprese di assicurazione e di riassicurazione¹⁴.

L'intervento normativo sopra menzionato ha raggiunto il meritevole risultato di introdurre l'obbligo di effettuare una dichiarazione – individuale¹⁵ o consolidata¹⁶ – di carattere non finanziario da depositare presso il registro delle imprese¹⁷ – nonché da diffondere al pubblico e da trasmettere a Consob quale autorità incaricata della vigilanza sul punto¹⁸ – che contenga le informazioni attinenti alle politiche adottate sui temi ambientali, sociali, relative al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva¹⁹. Tale *report* do-

12. La direttiva menzionata modifica la direttiva 2013/34/UE.

13. Ai sensi degli artt. 1 e 2 del d.lg. n. 254 del 2016, sono enti di interesse pubblico le società italiane emittenti valori mobiliari ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani e dell'Unione europea, le banche, le imprese di assicurazione e di riassicurazione italiane che abbiano avuto, in media, durante l'esercizio finanziario un numero di dipendenti superiore a cinquecento e, alla data di chiusura del bilancio, abbiano superato la somma di 20.000.000 di euro come stato patrimoniale o il cui totale dei ricavi netti superi i 40.000.000 di euro.

14. Sul punto, v. E. Bellisario, *Rischi di sostenibilità e obblighi di disclosure: il d.lgs. n. 254/16 di attuazione della dir. 2014/95/UE*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2017, p. 19 ss.

15. Ai sensi dell'art. 3 del d.lg. 254 del 2016.

16. Ai sensi degli artt. 4 e 6 del d.lg. 254 del 2016.

17. Cfr., A. Quaranta, *La comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: la nuova disciplina colpisce nel segno*, in *Ambiente e sviluppo*, 2017, p. 523 s.

18. Sul punto, G. Mollo, *La comunicazione di informazioni di carattere non finanziario quale strumento di attuazione della Responsabilità Sociale dell'Impresa*, cit., p. 328.

19. Sul punto, v. E. Bellisario, *Rischi di sostenibilità e obblighi di disclosure: il d.lgs. n. 254/16 di attuazione della dir. 2014/95/UE*, cit., p. 43 ss.

vrebbe indicare, in relazione ai profili enunciati, il modello aziendale di gestione ed organizzazione dell'impresa, le *policy* applicate dalla stessa e, da ultimo, i principali rischi che l'attività economica dell'operatore genera o subisce in relazione alle stesse problematiche²⁰. Obiettivo di tale dichiarazione è, quindi, quello di evidenziare quale sia, da un lato, l'impatto del fattore ESG sull'impresa e, dall'altro, come l'attività di impresa sia in grado di interferire (positivamente o negativamente) con lo stesso fattore²¹.

Il forte impatto mediatico avuto dalla normativa in parola, ha forse parzialmente messo in ombra le problematiche in essa rintracciabili che si concretizzano, in primo luogo, nella difficoltà di individuare il contenuto di tali informazioni non patrimoniali che appaiono orientate decisamente verso gli aspetti ambientali²² mentre i fattori sociali risultano del tutto marginali²³. Alla base vi è, come noto, il problema tutt'ora irrisolto dell'elaborazione di una tassonomia condivisa che sia in grado di uniformare la nozione stessa di fattori ESG chiarendone, quindi, contenuti, portata ed in particolare i parametri di riferimento necessari a valutare oggettivamente le *performance* aziendali sul punto²⁴.

Ancor più evidente è però il limite intrinseco della disposizione che obbliga gli enti destinatari della stessa a rendicontare esternamente le *policy* adottate in relazione alle problematiche ESG ma non contiene l'obbligo per le stesse di tenere in considerazione l'incidenza dei suddetti fattori sulla propria organizzazione di impresa. L'art. 3, comma 6 del d.lg. 254 del 2016, infatti, prevede – in accordo con la disposizione comunitaria – che gli enti che decidano di non elaborare le suddette politiche di intervento dovranno semplicemente evidenziare nella dichiarazione «le motivazioni di tale scelta, indicandone le ragioni in maniera chiara e articolata» secondo la regola del *complain or explain*²⁵. Appare

20. In questo senso, art. 3, comma 1, del d.lg. 254 del 2016.

21. Interessante, sul punto, la lettura dei recenti Orientamenti della Commissione UE del 17 giugno 2019 «sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima», p. 7 s. [C(2019) 4490 fin]

22. Art. 3, comma 2, lett. a, b, e c del d.lg. 254 del 2016.

23. L'art. 3, comma 2 lett. d del d.lg. 254 del 2016 richiama il profilo della parità di genere nel contesto lavorativo di riferimento; la lett. e dello stesso comma fa riferimento al generico rispetto dei diritti umani mentre la lett. f, richiama l'attenzione verso l'esigenza di prevenire la corruzione.

24. Si sofferma su tale delicato problema, C. Yates-Smith, *Socially Responsible Investment: Good Corporate Citizenship or Hidden Portfolio Risk*, in *Law and Financial Markets Rev.*, 2013, p. 112 ss.

25. Riflette sulla non obbligatorietà della predisposizione delle politiche in parola,

evidente come tale atteggiamento *soft* da parte del regolatore determini una minore incisività degli effetti positivi potenzialmente realizzabili.

Va poi segnalato come la disposizione riportata manifesti una ipotesi di regolamentazione della trasparenza su fattori ESG che è rivolta prevalentemente a stabilire una equilibrata disciplina del mercato con una responsabilizzazione degli amministratori e degli organi di controllo per eventuali violazioni della stessa²⁶. Anche il regime sanzionatorio, della cui applicazione viene onerata la Consob²⁷ che peraltro viene individuata quale autorità competente a dettare le disposizioni di dettaglio²⁸, si concretizza nell'erogazione di multe da parte dell'autorità richiamata. Il profilo che invece rimane defilato all'interno della suddetta normativa è l'aspetto della trasparenza sui fattori ESG nei confronti della specifica controparte e, segnatamente, in relazione alle modalità con cui vengono integrati i rischi di sostenibilità nel rapporto minuto con il singolo cliente o potenziale cliente.

La disciplina europea sopra menzionata, se da un lato salvaguarda i riflessi che l'adozione di politiche su fattori ESG possono avere sul mercato sussistendo l'obbligo di rendicontarle secondo le modalità previste dal d.lg. 254 del 2016 dall'altro, però, trascura gli effetti positivi che la ponderata e virtuosa adozione delle stesse – soprattutto da parte di entità economiche particolarmente strutturate e dotate di una forte capacità pervasiva all'interno del mercato – potrebbe avere per la tutela degli interessi sottostanti. Tale obiettivo risulta infatti realizzabile solo imponendo l'adozione di tali politiche e non semplicemente prevedendo le modalità di rendicontazione delle stesse ove adottate. Tale profilo, alla luce delle norme sopra riportate, faceva sorgere un ulteriore profilo di criticità dal momento che l'impresa virtuosa che decideva di adottare tali *policy* e di uniformarsi alle stesse assumeva necessariamente una prospettiva di lungo termine: rinunciando ad utilizzare il proprio patrimonio per il raggiungimento di un utile immediato, proietta sul lungo orizzonte l'investimento concedendo però, nell'immediato, un vantaggio competitivo ad altre imprese che non abbiano adottato tali *policy*²⁹.

G.B. Portale, *Diritto societario tedesco e diritto societario italiano in dialogo*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2018, p. 605. V., pure, S. Bruno, *Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 976 ss.

26. Art. 3, comma 7 del d.lg. 254 del 2016. Sul punto, ampiamente, S. Bruno, *Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori*, cit., p. 974 ss.

27. Art. 8, comma 6 del d.lg. 254 del 2016.

28. Obbligo, quest'ultimo, assolto con il Regolamento sulle comunicazioni di carattere non finanziario adottato con delibera 20267/2018.

29. Evidenzia il potenziale svantaggio competitivo immediato che possono subire

La problematica sopra descritta è stata in parte mitigata dalla recentissima adozione della Direttiva (UE) 2024/1760 (c.d. CSDDD) relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità la quale, pur non avendo un ambito di applicazione soggettivo del tutto sovrapponibile alle disposizioni che impongono la rendicontazione non finanziaria, ha l'obiettivo di imporre alle imprese di grandi dimensioni l'adozione di politiche che tengano in considerazione gli aspetti ambientali e sociali. Si tratta, come pare evidente, di un deciso passo in avanti che non punta più a stimolare l'adozione di condotte virtuose da parte degli operatori economici di maggiori dimensioni ma, al contrario, le impone obbligandoli ad adattare il proprio *business* alle nuove aspettative collettive avendo cura, peraltro, che l'intera catena del valore sviluppata da parte della medesima impresa dimostri una certa sensibilità verso la transizione verso economie più attente all'ambiente ed all'equilibrio sociale. Nonostante la Direttiva si applichi direttamente solo alle imprese di grandi dimensioni, quindi, la stessa avrà anche un impatto significativo su tutti i soggetti economici di ridotte dimensioni che intendano integrarsi all'interno della catena di produzione generata dalla grande impresa la quale, proprio per effetto di tale nuova disciplina, avrà interesse ad entrare in rapporti commerciali solo con fornitori di beni e servizi che siano a loro volta attenti alla sostenibilità. Questo dovrebbe generare un circolo virtuoso che contribuirà ad articolare i mercati in maniera più equilibrata e sostenibile³⁰.

3. Il Regolamento UE 2019/2088 del 27 novembre 2019 «relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari»

Passando dal piano generale a quello più specificamente riguardante i mercati regolamentati, proprio l'esigenza di predisporre regole co-

le imprese sensibili alle prospettive non patrimoniali rispetto a quelle che, al contrario, orientano le proprie scelte verso prospettive di breve termine, G. Mollo, *La comunicazione di informazioni di carattere non finanziario quale strumento di attuazione della Responsabilità Sociale dell'Impresa*, cit., p. 325. Nella dottrina straniera, viene evidenziata l'opportunità di privilegiare decisioni che, attente ai fattori ESG, si dimostrino positive nel lungo termine, S.N. Gary, *Best interest in the long term: fiduciary duties and ESG integration*, in *Univ. of Colorado Law Rev.*, 2019, p. 731 ss.

30. Sul punto v. M. Cossu, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, p. 558 ss.; E. Rimini, *Sostenibilità e nuova governance delle imprese azionarie nel diritto interno e comunitario tra realtà, criticità e prospettive*, in *Giur. comm.*, 2024, p. 285 ss.

munì³¹ che tenessero in più attenta considerazione i riflessi economici che, all'interno dei mercati regolamentati, possono assumere i fattori ESG nel più immediato rapporto fra impresa e cliente, è alla base del Regolamento UE 2019/2088 del 27 novembre 2019 «relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari»³².

Tramite tale disposizione³³, quindi, si intende imporre ai partecipanti ai mercati³⁴ e ai consulenti finanziari³⁵ di integrare i rischi di sostenibilità nei processi e nelle informazioni relative ai prodotti finanziari³⁶ proposti al pubblico evidenziando, sotto tale profilo, le carenze che la direttiva 2014/95/UE presentava sul punto³⁷.

Obiettivo dichiarato da parte del regolamento è, dunque, quello di colmare il *gap* informativo – uniformando le modalità di *disclosure* – non soltanto in relazione a come l'impresa si rapporta al livello di soggetto alle tematiche ESG, ma anche alla potenziale incidenza negativa che l'avverarsi di un rischio ambientale, sociale o di *governance* potrebbe avere sul valore dell'investimento proposto, nonché su come la stessa scelta di investimento possa impattare negativamente sui suddetti profili o sia in grado di promuoverne la realizzazione³⁸.

Il dato dal quale prendere le mosse è la presenza nei moderni mercati di un variegato ventaglio di soluzioni finanziarie che, in maniera estremamente eterogenea e tutt'altro che uniforme, si presentano come offerte di investimento sensibili alle problematiche ambientali e sociali³⁹ e, in quanto tali, portatrici di una potenziale visibilità commerciale che necessita di regole comuni al fine di non determinare scompensi concorrenziali.

Si tratta quindi di disposizioni attinenti, di fatto, al trasparente utilizzo dei fattori ESG come volano per una più capillare collocazione dei prodotti finanziari ed evitare che, dietro l'etichetta di soggetto ESG *compliant* o prodotto finanziario ESG *compliant* si possano annidare utilizzi distorti dei fattori ambientali, sociali e di *governance* che non siano in grado di esprimere esternamente – non necessaria-

31. Reg. UE 2019/2088, considerando n. 5.

32. Reg. UE 2019/2088, considerando n. 9.

33. D.D. Abate e A. Travanini, *La trasparenza sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari nel nuovo Regolamento (UE) 2019/2088*, in www.diritto bancario.it.

34. Sulla cui definizione, v. art. 2, comma 1, n. 1 del Reg. UE 2019/2088.

35. Definiti dall'art. 2, comma 1, n. 11

36. Da intendersi ai sensi dell'art. 2, comma 1, n. 12.

37. Reg. UE 2019/2088, considerando n. 25.

38. Reg. UE 2019/2088, considerando n. 10.

39. Reg. UE 2019/2088, considerando n. 21.

mente per atteggiamenti di mero approfittamento dell'operatore – la reale “empatia” del soggetto o del prodotto con le suddette problematiche⁴⁰.

Va però segnalato come tale obiettivo possa di fatto raggiungersi non soltanto imponendo ai «partecipanti al mercato» ed ai «consulenti finanziari» l'obbligo di informare il pubblico dei potenziali clienti circa le caratteristiche della propria attività e dei prodotti proposti, ma facendo in modo che queste informazioni siano tali da rendere comparabili fra di loro le modalità con cui i singoli operatori integrano i rischi di sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* nelle proprie decisioni di investimento o il livello di sostenibilità dei diversi prodotti finanziari potenzialmente appetibili per il cliente che intenda conferire ai propri investimenti una impronta ESG.

Il problema centrale è quindi, ancora una volta, quello dell'individuazione di una corretta, condivisa e vincolante tassonomia e di indicatori di sostenibilità che, universalmente adottati, rendano fruibile la trasparente informazione del cliente sui fattori ESG ai fini di una scelta di investimento che sia ponderata anche sulla scorta di dati non patrimoniali forniti. Sotto tale profilo, lo stesso regolamento invita le ESAs – in sede di *Joint committee* – ad elaborare progetti di norme tecniche che dovrebbero chiarire modalità, contenuti ed indici di sostenibilità da adottare in tale delicata fase di *disclosure*⁴¹. Non è assolutamente causale il fatto che proprio su tale profilo si sia da subito insistito al livello europeo con sforzi che hanno portato all'emanazione del Regolamento (UE) 2020/852 (il c.d. Regolamento Tassonomia) dedicato proprio alla elaborazione di un condiviso quadro definitorio che permetta non solo agli operatori del mercato di districarsi fra concetti che, evidentemente, non fanno parte del bagaglio culturale sedimentato della “finanza”, ma anche ai clienti di comprendere in che termini una certa attività finanziaria o un prodotto siano “sostenibili”. Si va dunque delineando un quadro regolatorio che, nonostante pressoché unidirezionalmente impostato sul concetto di sostenibilità ambientale, inizia a definire con crescente dettaglio l'impatto che i fattori ESG stanno avendo – ed avranno – all'interno delle dinamiche dei mercati.

40. Si tratta del fenomeno noto come *greenwashing*.

41. Cfr., il *Joint consultation paper on ESG disclosures* del 23 aprile 2020 e del conseguente *Final Report on draft Regulatory Technical Standards* del 2 febbraio 2021.

4. I fattori ESG nel mercato assicurativo

I profili sopra menzionati risultano poi ulteriormente sviluppati all'interno dei singoli mercati regolamentati tramite proprie e specifiche disposizioni di dettaglio. Volendo prendere quale mercato di riferimento quello assicurativo, va segnalato come lo stesso si dimostra particolarmente sensibile ed interessato alle variegate e molteplici ricadute economiche che risultano connesse all'integrazione dei fattori ESG nella propria attività di impresa⁴². Il dato risulta evidente, in primo luogo, dalla già sottolineata applicabilità anche agli attori del mercato assicurativo sia della direttiva 2014/95/UE⁴³ – pur se limitatamente alle imprese che raggiungano i requisiti dimensionali ivi previsti –, che dei Regolamenti UE 2019/2088 ed UE 2020/852 – pur se limitatamente ai prodotti assicurativi di investimento⁴⁴ –. Va tuttavia segnalato come, a prescindere da quanto detto, siano riscontrabili velate aperture agli aspetti non patrimoniali nello stesso codice delle assicurazioni private. All'art. 94, comma 1 *bis* c. ass.⁴⁵, infatti, già si prevedeva di includere nella relazione sulla gestione non solo gli indicatori di risultato finanziari, ma anche «se del caso, quelli non finanziari pertinenti all'attività specifica dell'impresa, comprese le informazioni attinenti all'ambiente e al personale»⁴⁶.

Se il tema ha destato attenzione al livello di normativa primaria, non meno interessanti sono gli spunti derivanti dall'analisi delle disposizioni di attuazione emanate dalle competenti Autorità europea stimolate, come sovente accade, dalle disposizioni tecniche emesse dall'EIOPA

42. Per completezza, va anche segnalato il rilievo che hanno assunto i fattori ESG nel connesso settore della previdenza complementare. Su tali profili, v. M. Catenacci, *IORP II: i fattori ESG nei processi di investimento degli enti pensionistici*, in *www.diritto bancario.it*, 2019. La stessa EIOPA si è interessata recentemente del tema con una *Opinion on the supervision of the management of environmental, social and governance risks faced by IORPs*, del 10 luglio 2019.

43. Pur se limitatamente agli aspetti climatici, di estremo interesse sono gli specifici riferimenti alle peculiarità che sul punto presentano le imprese di assicurazione per come evidenziati dagli Orientamenti della Commissione «sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima», all. I, p. 30 ss.

44. Lo ribadiscono D.D. Abate e A. Travanini, *La trasparenza sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari nel nuovo Regolamento (UE) 2019/2088*, cit.

45. Cenni sul punto in G. Iacobbone, *Art. 94*, in A. Candian e G. Carriero (a cura di), *Codice delle assicurazioni private*, Esi 2014, p. 401.

46. Comma introdotto nel codice delle assicurazioni dall'art. 1, co. 4, lett. c), del d.Lg. 2 febbraio 2007, n. 32.

che permettono di calare il discorso nelle peculiarità del mercato assicurativo⁴⁷. Questo, vedendo la propria essenza proprio nella gestione e neutralizzazione dei rischi, appare infatti un punto di osservazione privilegiato in quanto condensa al suo interno, oltre ai rischi di mercato connessi ai fattori ESG che possono potenzialmente riguardare tutti gli operatori economici, anche gli specifici rischi derivanti dai contratti di assicurazione stipulati che, ove influenzati da fattori ambientali o sociali, dovrebbero imporre una più attenta e consapevole valutazione degli stessi⁴⁸.

Non è casuale il fatto che proprio l'autorità europea di riferimento abbia posto l'accento, pur se tramite un atto di *soft law*, sulla rilevanza della corretta valutazione dei suddetti fattori proprio al fine di integrare i rischi di sostenibilità all'interno dei requisiti patrimoniali del Pilastro I delineati da *Solvency II*. Stimolata dalla Commissione europea, EIOPA ha pubblicato in data 30 aprile 2019 un *Opinion on Sustainability within Solvency II* proprio al fine di verificare come le disposizioni della direttiva europea sopra menzionata permettano una corretta valutazione nel calcolo dei requisiti prudenziali – sia sotto il profilo della valutazione degli *assets*⁴⁹ che delle *liabilities*⁵⁰ nonché, di conseguenza, della valutazione delle politiche di investimento⁵¹, di sottoscrizione⁵² e dei requisiti patrimoniali⁵³ – dei rischi di sostenibi-

47. Nonostante esuli dall'ambito specifico del presente lavoro, la tematica risulta particolarmente sentita anche – e forse soprattutto – anche all'interno del mercato mobiliare. Si vedano in dottrina, e senza pretesa di esaustività, v. A. Manfroi e A. Travaini, *Fattori ESG e investimenti socialmente responsabili alla luce del recente intervento dell'ESMA*, in www.dirittobancario.it; G.G. Salvati, *Obblighi informativi relativi a prodotti qualificati come etici o socialmente responsabili*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, p. 90 ss.

48. Il problema riguarda sia i prodotti del ramo danni sia quelli del ramo vita nelle ipotesi nelle quali la probabilità o l'entità del sinistro possa dipendere da fattori ESG. Si pensi, in relazione al ramo danni, alla rilevanza dei danni c.dd. catastrofali derivanti dai cambiamenti climatici e, in generale, ai rischi climatici. Per quanto riguarda i prodotti vita, si pensi all'incidenza dei cambiamenti climatici sulla salute dell'individuo (comparsa di nuove patologie, malattie o acuirsi di quelle già esistenti). Con specifico riferimento al mercato assicurativo, pur se limitatamente alla prospettiva ambientale, v. l'Intervento del Segretario generale IVASS, S. De Polis, *Il ruolo del settore assicurativo a sostegno della transizione dalla brown alla green economy*, del 30 ottobre 2019.

49. *Opinion on Sustainability within Solvency II*, cit., p. 11 e 21 ss.

50. *Opinion on Sustainability within Solvency II*, cit., p. 11 s. e 23 ss.

51. *Opinion on Sustainability within Solvency II*, cit., p. 12 s. e 25 ss.

52. *Opinion on Sustainability within Solvency II*, cit., p. 13 s. e 29 ss.

53. *Opinion on Sustainability within Solvency II*, cit., p. 14 ss. e 33 ss.

lità che, anche qui, vengono per il momento delineati esclusivamente quali rischi climatici⁵⁴.

Il documento menzionato risulta di estremo interesse mettendo in luce lo scarto esistente fra le modalità con cui vengono calibrati i requisiti patrimoniali in *Solvency II* – che, pur se attenti alla dimensione prospettica, risultano prevalentemente tarati su dati di corto termine – con i rischi che possono potenzialmente emergere dai cambiamenti climatici – che invece, tendenzialmente, risultano valutabili ed apprezzabili solo tramite approcci di lungo termine –⁵⁵.

Tali difficoltà di integrazione dei rischi di sostenibilità ambientale all'interno di un assetto del mercato assicurativo ormai consolidato, unito all'oggettiva difficoltà di identificare da un punto di vista qualitativo e di valutare da un punto di vista quantitativo l'impatto economico di tali rischi, spinge EIOPA a suggerire un approccio *soft* all'integrazione dei rischi di sostenibilità all'interno del Pilastro I ricorrendo, cioè, a strumenti complementari. Un approccio che dovrebbe basarsi, quindi, su analisi di scenario da includere nella Valutazione dei rischi e della solvibilità (ORSA) e sulla predisposizione di *stress test* che dovrebbero aiutare ad identificare e valutare l'incidenza che tali rischi hanno sulle sorti dell'impresa di assicurazione⁵⁶.

Non meno interessante, da ultimo, risulta il monito lasciato dal regolatore in relazione al connesso tema delle informazioni da fornire al mercato ed ai clienti sulle modalità con cui un'impresa di assicurazione si rapporta ai rischi di sostenibilità. Come evidenziato al paragrafo precedente, infatti, la direttiva 2014/95/UE si applica solo ad "enti" di determinate dimensioni mentre il Regolamento UE 2019/2088 si applica ai servizi finanziari e, per quanto riguarda il mercato assicurativo, alla sola ipotesi di prodotti assicurativi a carattere finanziario⁵⁷. La trasversalità della tematica richiederebbe, invece, un approccio maggiormente omogeneo che riesca ad integrare i rischi di sostenibilità quale elemento stabile da tenere in considerazione nella valutazione e pianificazione dell'intera attività delle imprese assicurative.

Su questa linea va quindi letta l'emanazione del Parere tecnico EIOPA «*on the integration of sustainability risks and factors in the delegated*

54. L'*Opinion* menzionata distingue i rischi climatici in *transition risks*; *physical risks* e *liability risks*.

55. Diffusamente, sul punto, le considerazioni contenute in *Opinion on Sustainability within Solvency II*, cit., p. 6.

56. *Opinion on Sustainability within Solvency II*, cit., p. 16 s. e p. 49 ss.

57. *Opinion on Sustainability within Solvency II*, cit., p. 52 s.

acts under Solvency II and IDD» pubblicato anch'esso in data 30 aprile 2019. Anche in questo caso, l'intervento proposto sugli atti delegati alle direttive sopra menzionate, presenta l'obiettivo di orientare i capitali verso investimenti maggiormente "sostenibili", individuare e gestire correttamente i rischi di sostenibilità e stimolare gli operatori economici ad adottare condotte trasparenti ed una visione di lungo termine.

Al netto delle già segnalate e persistenti problematiche connesse alla corretta individuazione di cosa debba intendersi con il concetto di "sostenibilità", il *Technical advice* sembra propendere per una definizione ampia e tale, cioè, da ricomprendere all'interno di questo concetto tanto i fattori ambientali – che la stessa EIOPA individua come maggiormente sviluppati nella considerazione che gli stessi hanno ricevuto al livello di mercato– quanto quelli sociali e di *governance*⁵⁸. Si tratta di una impostazione che ha, da ultimo, persuaso la Commissione UE che, proprio recependo le indicazioni contenute nel *Technical advice* ha modificato i relativi Regolamenti delegati nel senso dallo stesso prospettato.

Tale evoluzione ha quindi determinato una molteplicità di modifiche alle disposizioni europee di attuazione di *Solvency II* e di *IDD*. In particolare, i punti di emersione dei "rischi di sostenibilità" nell'ambito del regolamento delegato di *Solvency II* sono individuati, per il tramite del Regolamento delegato UE 2021/1256 – che modifica il Regolamento delegato UE 2015/35 – in una riarticolazione della funzione di *risk management* che dovrebbe essere chiamata ad identificare e valutare anche i rischi di sostenibilità⁵⁹ e ad includerli nel sistema di gestione dei rischi tenendo in debita considerazione i fattori ESG nelle relative politiche⁶⁰ e nella valutazione del fabbisogno di solvibilità globale⁶¹. Una valutazione dei rischi di sostenibilità che appare strumentale a permettere alle imprese di assicurazione anche di integrare gli stessi nella valutazione della sicurezza, qualità, liquidità e redditività del portafoglio nonché di valutare l'impatto a lungo termine che tali fattori possono avere sulle proprie strategie di investimento⁶².

58. EIOPA, *Technical advice on the integration of sustainability risks and factors in the delegated acts under Solvency II and IDD*, p. 5 ss.

59. V. le modifiche all'art. 269 del Regolamento delegato UE 2015/35.

60. In questo senso vanno le modifiche introdotte all'art. 260 del Regolamento delegato UE 2015/35.

61. V. la modifica introdotta al Regolamento delegato UE 2015/35 per effetto dell'introduzione del par. 1 *bis* all'art. 269.

62. In questo senso vanno lette le modifiche al Regolamento delegato UE 2015/35 effettuate con l'introduzione dell'art. 275 *bis*. V. sul punto, pur commentando il *Consultation paper* che ha dato vita al *Technical advice* che poi ha ispirato il Regolamento

Ancor più interessanti sotto il profilo della diretta ed immediata relazione fra attori del mercato assicurativo e clienti sono, però, le modifiche effettuate ai Regolamenti delegati di IDD. Particolare attenzione viene riposta, in primo luogo, alle modifiche apportate dal Regolamento delegato UE 2021/1257 al Regolamento delegato UE/2017/2359 in relazione alla possibile emersione di tali fattori nella corretta articolazione del rapporto del professionista con il cliente.

In questo senso, l'emersione di tale preoccupazione si rinviene, in primo luogo, nell'esigenza di prevenire eventuali conflitti di interessi⁶³ causati o influenzati dalla presenza di fattori ESG che possano determinare episodi di *mis-selling*. La preoccupazione traspariva chiaramente già dal *Technical advice* che poneva particolare attenzione sulla potenziale emersione di tali conflitti soprattutto nella distribuzione di prodotti assicurativi di investimento. Bisogna infatti evidenziare come, in particolar modo nelle suddette circostanze, la sensibilità del potenziale cliente verso fattori ESG – e, di conseguenza, le sue preferenze anche non patrimoniali in tema di investimenti – o le politiche di incentivi e remunerazioni previste dal distributore potrebbero generare distorsioni nella collocazione dei prodotti assicurativi. Tale manifestata finalità ha determinato una modifica dell'art. 3 del Regolamento delegato UE 2017/2359 che impone al distributore di tenere in considerazione, fra gli interessi del cliente che potrebbero astrattamente entrare in conflitto

delegato, M. Catenacci e P. Sanna, *I consultation paper di ESMA e EIOPA in materia di investimenti sostenibili*, in www.dirittobancario.it, 2019, p. 5. Va inoltre segnalato che i profili sopra descritti vengono messi in diretta relazione anche con la necessità di integrare tali fattori di sostenibilità nelle preferenze dei clienti da valutare ai fini della definizione del mercato *target* ai sensi dell'art. 25 IDD. Sul punto, v. *infra*.

63. Su cui, diffusamente, G. Rossi, *Il conflitto epidemico*, 3^a ed., Giuffrè 2003, *passim*. Per la dottrina specialistica, senza pretesa di esaustività, F. Sartori, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, p. 191 ss.; Id., *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, p. 283 ss.; R. Natoli, *Capitalismo finanziario avanzato e conflitti "epidemici"*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2003, p. 767 ss.; U. Mattei e F. Sartori, *Conflitto continuo. A un anno da ENRON negli Stati Uniti e in Europa*, in *Pol. dir.*, 2003, p. 177 ss.; R. Lener, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni individuali e collettivi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, I, p. 431 ss.; S. Scotti Camuzzi, *I conflitti di interesse fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva Mifid*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, p. 122 ss.; A. Antonucci e M.T. Paracampo, *Conflitti di interesse e disciplina delle attività finanziarie: il Titolo II della legge sul risparmio e le sue successive modifiche*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, p. 285 ss.; A. Antonucci, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, p. 9 ss.; F. Accettella, *Il conflitto di interessi derivante da rapporto di gruppo nella prestazione di servizi di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, II, p. 106 ss.

con quelli del distributore, anche quelli connessi alle preferenze ambientali e sociali del destinatario del prodotto stesso.

Di particolare rilievo sono, poi, le modifiche apportate all'art. 9 del Regolamento delegato UE 2017/2359 che impongono al distributore di raccogliere anche le informazioni relative alle preferenze di sostenibilità del cliente necessarie al fine di valutare la c.d. "idoneità" del prodotto⁶⁴. Tali informazioni sulle preferenze del cliente condizionano, poi, la stessa attività di consulenza portata avanti dal distributore posto che, per effetto delle modifiche introdotte all'art. 9, par. 6 del Regolamento delegato UE 2017/2359, il consulente non potrà raccomandare al cliente un prodotto assicurativo come prodotto in linea con le preferenze di sostenibilità manifestate dal cliente ove non lo sia effettivamente⁶⁵. La stessa dichiarazione di idoneità disciplinata dall'art. 14 del Regolamento delegato UE 2017/2359 dovrà recare indicazione del modo in cui il prodotto raccomandato soddisfa «gli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio, e se gli obiettivi di investimento del cliente sono conseguiti tenuto conto delle sue preferenze di sostenibilità».

Non minore attenzione viene riposta nell'influenza che i fattori ESG possono avere nelle procedure di *design* dei prodotti assicurativi e sul conseguente impatto che questi dovrebbero avere sulle disposizioni che disciplinano la *Product governance*⁶⁶. Anche in questo caso, impor-

64. V., in particolare, le modifiche introdotte all'art. 9, par 2 lett. a e par. 4 del Regolamento delegato UE 2017/2359.

65. La nuova formulazione del paragrafo menzionato risulta, quindi, la seguente: «Un intermediario assicurativo o un'impresa di assicurazione non raccomanda prodotti di investimento assicurativi come rispondenti alle preferenze di sostenibilità di un cliente o potenziale cliente se detti prodotti non soddisfano tali preferenze. L'intermediario assicurativo o l'impresa di assicurazione spiega ai suoi clienti o potenziali clienti le ragioni per cui non lo fa e conserva la relativa documentazione. Se nessun prodotto di investimento assicurativo soddisfa le preferenze di sostenibilità del cliente o potenziale cliente, e se il cliente decide di adattare le proprie preferenze di sostenibilità, l'intermediario assicurativo o l'impresa di assicurazione conserva traccia della decisione del cliente, compresi i relativi motivi».

66. Su cui, in generale, M. De Mari, *Product governance e product intervention nella MiFID2: dalle regole di comportamento al controllo sui prodotti finanziari?*, in *Riv. dir. impr.*, 2015, p. 671 ss.; S. Morlino, *La Product Governance nel nuovo regime MiFID 2*, in *www.dirittobancario.it*, 2015, p. 8; V. Troiano, *La product governance*, in V. Troiano e R. Motroni (a cura di), *La MiFID II*, Cedam, 2016, p. 2016, p. 213 ss.; P. Marano, *La product oversight & e governance tra innovazione europea e "divergenze parallele" italiane*, in *Ass.*, 2017, p. 211 ss.; Id., *La Product Oversight Governance*, in *Quaderno n. 8 IVASS*, 2017, p. 91 ss.; F. Greco, *Dall'informazione pre-contrattuale alla product governance: la tutela del risparmiatore tra paternalismo normativo e nuovi mo-*

tanti sono le novità apportate dallo stesso Regolamento delegato UE 2021/1257 al testo del Regolamento delegato UE 2017/2358, da rinvenirsi, in primo luogo, nella modifica apportata all'art. 4, comma 3 del Regolamento delegato da ultimo menzionato che impone di stabilire processi di approvazione che garantiscano la creazione di prodotti assicurativi che tengano in considerazione, oltre agli obiettivi, interessi e caratteristiche dei clienti rilevanti sotto il profilo economico, anche le loro preferenze ESG. Coerentemente con quanto evidenziato, anche nell'individuazione del mercato di riferimento – e, di conseguenza, delle caratteristiche che rilevano ai fini di una corretta distribuzione del prodotto ESG *compliant* – si dovranno tenere in considerazione la potenziale incidenza dei fattori ESG nelle scelte assicurative dei clienti al fine di poter collegare un prodotto attento ai fattori ESG ad un mercato *target* sensibile agli stessi⁶⁷. Si tratta, a ben vedere, di una pervasiva introduzione dei fattori ESG all'interno di tutta la procedura di approvazione del prodotto dovendosi tenere in considerazione tali elementi nel testare il prodotto prima della sua immissione nel mercato di riferimento⁶⁸, nell'attività di continuo monitoraggio e revisione del prodotto in relazione al mercato *target* di riferimento⁶⁹, nella selezione dei canali distributivi⁷⁰ e nell'allineare i meccanismi di distribuzione all'emersione di tale nuova sensibilità⁷¹.

5. *Segue: rilievi critici*

Si tratta, quindi, di modifiche che impongono un non secondario sforzo di riorganizzazione dell'impresa assicurativa alla quale si chie-

delli regolatori, in *Dirittobancario.it*, 2017, p. 1 ss. Con specifico riferimento al mercato assicurativo, V.F. Sanasi D'Arpe, *Riflessioni sul governo e controllo del prodotto nel mercato assicurativo*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2018, p. 62. Evidenzia comunque l'esigenza di una regolamentazione comune a tutti e tre i mercati regolamentari di tale strumento E. Galanti, *La product oversight governance (POG) tra marketing e sana e prudente gestione*, in *Dir. mer. ass. fin.*, 2017, p. 360.

67. Cfr. le modifiche apportate all'art. 5 del Regolamento delegato UE 2017/2358 che pone anche l'accento sulla necessità di formare il personale di cui si avvalgano gli attori del mercato assicurativo in modo da dotarlo di competenze che lo rendano idoneo a comprendere anche i riflessi che i fattori ESG possono avere nella progettazione e distribuzione dei prodotti assicurativi.

68. V., la nuova formulazione dell'art. 6 del Regolamento delegato UE 2017/2358.

69. Cfr., il nuovo art. 7 del Regolamento delegato UE 2017/2358.

70. Così, l'attuale art. 8 del Regolamento delegato UE 2017/2358.

71. V., le modifiche apportate all'art. 10 del Regolamento delegato UE 2017/2358.

de, di fatto, di aggiornare i processi di valutazione e ponderazione dei rischi, le proprie *policy* in tema di conflitto di interessi, le procedure di *Product oversight governance* e le stesse strategie di investimento. Nell'immediato rapporto con il potenziale cliente, poi, appare evidente come tutto ciò generi la necessità di coordinare tali novità con le disposizioni che disciplinano i profili relativi alla consulenza ed alle informazioni precontrattuali attive e passive da dare al (o ricevere dal) futuro assicurato⁷².

Bisognerà poi ipotizzare che l'integrazione dei fattori ESG, quali elementi che pervadono l'intera attività assicurativa, debbano ripercuotere i loro effetti sulle modalità con cui si dovrà procedere alla valutazione di idoneità e di adeguatezza del prodotto assicurativo soprattutto nel caso di prodotti di investimento assicurativi. Ciò risulta necessario tanto nelle ipotesi in cui il rischio di sostenibilità possa incidere potenzialmente sul rendimento del prodotto distribuito, ma anche in tutte le ipotesi nelle quali il prodotto preveda di orientare gli investimenti verso attività sottostanti che vengano identificate come sensibili ai fattori ESG. Tale ultimo profilo apre un'ulteriore problematica dovendosi verificare che cosa accada nel caso in cui il prodotto sia inidoneo o inadeguato rispetto alle esigenze ESG del cliente ma si riveli, in ultima istanza, positivo sotto il profilo del suo rendimento economico. Bisogna domandarsi, in tale circostanza, se risulti ipotizzabile una responsabilità dell'intermediario che non abbia tenuto in debita considerazione gli interessi non patrimoniali del cliente e, nel caso, che tipologia di danno possa essere riconosciuto ad un cliente che, di fatto, ha subito un incremento patrimoniale derivante da un investimento inadeguato⁷³.

Il profilo sembra di estrema delicatezza poiché chiama il distributore in sede di valutazione dell'idoneità del prodotto proposto, a bilanciare interessi patrimoniali e non patrimoniali rilevanti per il potenziale cliente nella consapevolezza che, sovente, la prevalenza data ad uno potrebbe pregiudicare la realizzazione dell'altro.

Se sicuramente va salutata con estremo favore l'attenzione che è stata riservata da parte del Regolamento delegato UE 2021/1257 all'esigenza

72. In una prospettiva più generale, nota la centralità che assume una corretta regolamentazione delle informazioni che, in ogni fase ed in ogni ambito, devono essere date o ricevute dagli attori del mercato al fine di rendere effettiva la sua "sostenibilità", J.L. Fisch, *Making Sustainability Disclosure Sustainable*, in *Georgetown Law Journal*, 2019, p. 923 ss.

73. Sul punto v. C. Mignone, *Investimento a impatto sociale: etica, tecnica e rischio finanziario*, in *Rass. dir. civ.*, 2016, p. 937.

di modificare gli artt. 9 ss. del Regolamento delegato UE 2017/2359⁷⁴, sembra che tale punto continui a rappresentare forse il momento nel quale maggiori attriti potrebbero emergere in termini di potenziale conflitto fra interessi patrimoniali del cliente e la sua sensibilità verso il profilo della sostenibilità.

Un più stretto coordinamento fra tali aspetti risulta quindi necessario ed imprescindibile al fine di delineare una normativa maggiormente armonica e coerente e permettere in maniera più ampia e completa l'emersione dei fattori ESG all'interno del mercato assicurativo. Non va infatti trascurato che solo un concreto e deciso coinvolgimento dei settori finanziari nella tutela, rispetto e promozione dei fattori ESG può portare ad una realizzazione degli obiettivi, sicuramente ambiziosi, espressi dall'Unione in tema di finanza sostenibile.

74. Va infatti segnalato che nel *Technical advice* menzionato tali aspetti venivano poco considerati.

