



DOCTORADO EN DERECHO PRIVADO

(DOCTORADO INTERNACIONAL)

“XXXVII” CICLO

A.A. 2023-2024

TESIS:

***“La tutela del ahorrador en el mercado
de las inversiones sostenibles”***

Doctoranda:

Martina PICCINNO

Directores:

Prof. Eugenio LLAMAS POMBO

LLAMAS POMBO
EUGENIO CAROLO

Firmado digitalmente por LLAMAS
POMBO EUGENIO CAROLO [REDACTED]
Nombre de reconocimiento (DN): c=ES,
serialNumber=IDCES [REDACTED],
givenName=EUGENIO CAROLO,
sn=LLAMAS POMBO, cn=LLAMAS
POMBO EUGENIO CAROLO [REDACTED]
Fecha: 2025.03.24 13:44:43 +01'00'

Prof. Lorenzo MEZZASOMA

Octubre, 2024.

INDICE

INTRODUZIONE

CAPITOLO I

LA SOSTENIBILITA' NEL MERCATO FINANZIARIO: FONTI, SOGGETTI, PRODOTTI

Sezione I

Fonti e Prodotti

1. Premessa. Uno sguardo al presente.
2. Finanza etica, finanza sostenibile, finanza di impatto: l'ingresso nel mondo finanziario dei fattori ESG.
3. La politica europea per la finanza sostenibile: dalla Responsabilità Sociale di Impresa, all'*Action Plan* 2018, sino alla tassonomia *social*.
 - 3.1. Il regolamento "*Disclosure*", 2019/2088/UE (SFDR) e gli obblighi d'informazione quale strumento primario di tutela dell'investitore; la MIFID II integrata dalla sostenibilità: prima criticità del modello;
 - 3.2. Seconda criticità del modello: il problema della giustiziabilità dei fattori etici: la soluzione europea della Tassonomia *green* e *social* (regolamento 2020/852/UE e *Final Report of Social Taxonomy*);
 - 3.3. Novità nel panorama normativo europeo: la riforma del SFDR ed il *Final Report on Draft Regulatory Standard*. Cenni alla *Retail Investment Strategy*.
4. La normativa italiana di adeguamento al sistema: t.u.b. e t.u.f. e Regolamento Consob n. 20267 del 18 gennaio 2018 sugli intermediari finanziari, aggiornato al 2022.
5. Cenni alla normativa spagnola.
6. La costruzione dei prodotti finanziari sostenibili. Evoluzione, tipologie e differenze strutturali; I
 1. Titoli di Solidarietà;
 2. Le obbligazioni "Tematiche".
 - (i) *Green, social, sustainable and sustainable linked bond*.
 - (ii) In particolare, i *social impact bond*.
 3. Gli altri strumenti: *Green loans* e *Sustainable Linked Loans*; Comunità energetiche, fondi d'investimento EuSEF, *social lending*, *crowd-funding*.

Sezione II

Soggetti

1. Dalla tutela del risparmio...;
2. ...alla tutela del risparmiatore.
3. Il modello dell'*homo oeconomicus*, quale soggetto razionale, e l'importanza dell'informazione in Italia.
4. Il valore del concetto di trasparenza di prima generazione in Spagna.
5. Il crollo del mito dell'*homo oeconomicus*: trasparenza di condotta e politiche di “*nudge*”.
6. Cambio di paradigma: lo sviluppo del consumo etico e sostenibile; dall'*homo oeconomicus* all'*homo ecologicus*.
7. Il ruolo dell'intermediario finanziario.
8. La sostenibilità colora la prestazione del servizio di consulenza. La valutazione delle preferenze di sostenibilità nel Regolamento Delegato (UE) 2021/1253.
9. Dal rapporto a valle al rapporto a monte, dall'investimento al finanziamento. Concessione e monitoraggio del finanziamento sostenibile da parte dell'intermediario. Cenni.
10. Tirando le fila; il reale obiettivo dell'UE: finanza sostenibile o sostenibilità della finanza.

CAPITOLO II

PATRIMONIALITA' E SOSTENIBILITA' NEL RAPPORTO DI INVESTIMENTO

1. Patrimonialità della prestazione e interesse anche non patrimoniale del creditore (art. 1174 c.c.)
La prospettiva “classica”.
2. La “depatrimonializzazione” del diritto privato. La centralità del valore “persona”.
3. Gli istituti giuridici di rilevanza dell'interesse non patrimoniale del creditore nel codice civile; dalle associazioni, ai comitati, agli Enti del Terzo Settore. Dalla idealità pura, alla idealità come solidarietà sociale fino alla difficile convivenza tra scopo lucrativo e scopo ideale.
 - 1) Associazioni, fondazioni, comitati;
 - 2) Enti del Terzo Settore;
4. Leva egoistica come motore del privato alla realizzazione di interessi socio-ambientali.
5. La ricerca di un equilibrio tra rendimento economico e sostenibilità. Il contenuto della situazione giuridica del risparmiatore nel rapporto di investimento con preferenze ESG. Facoltà e poteri.
 - 5.1. Obblighi informativi. Criticità del modello informativo;
 - 5.1.2. La nuova funzione assunta dall'informazione;

- 5.2. La consulenza finanziaria: la rilevanza della profilatura del cliente in ordine alle preferenze di sostenibilità;
- 5.3. Conflitto di interessi e interessi in conflitto;
- 6. Preferenze di sostenibilità. Il ruolo degli interessi in gioco.

CAPITOLO III

FINANZA SOSTENIBILE E RISPARMIO “TRADITO”. IL PROBLEMA DEI RIMEDI

1. L’insorgenza del conflitto tra clienti insoddisfatti e intermediari finanziari per la mancata concretizzazione dell’interesse alla sostenibilità.
 - 1.1. Gli sporadici riferimenti normativi e giurisprudenziali al problema dei rimedi.
2. Differenziare per tutelare.
3. Situazioni patologiche del rapporto giuridico sorte prima del rilascio del consenso.
 - 3.1. Violazione degli obblighi di informazione, tra regole di validità e regole di condotta.
 - 3.2. Dall’informazione attiva all’informazione passiva. Situazioni patologiche causate da ulteriori violazioni di regole di condotta da parte dell’intermediario.
 - 3.3. (segue) Situazioni patologiche durante la fase esecutiva del contratto.
4. Risarcimento del danno non patrimoniale da violazione di interesse non patrimoniale. Dubbi circa il suo carattere soddisfacente.
 - 4.1. Una soluzione alternativa: tra risarcimento del danno in forma specifica e esatto adempimento.
5. Ricadute del rimedio sui terzi beneficiari. Il controllo di meritevolezza alla luce dei principi sociali ed economici che governano l’operazione economica alla base dell’investimento.
 - 5.1. Immeritevolezza dell’operazione finanziaria: tra nullità e rimedi di ortopedia giudiziale del regolamento contrattuale.
6. Rimedi preventivi “*ex ante*”.
 - 6.1. *Public enforcement*: la *product intervention* ed i poteri di vigilanza delle Autorità indipendenti europee e nazionali.
 - 6.2. L’educazione finanziaria del cliente anche alla luce della nuova fase di digitalizzazione. Fintech e sostenibilità.

CONCLUSIONI

BIBLIOGRAFIA

INTRODUCCIÓN

Las crisis sanitarias, medioambientales, económicas y sociales que han protagonizado la historia reciente han dado prioridad absoluta al debate sobre las necesidades esenciales del hombre y de la colectividad, haciendo urgente el desarrollo de un tejido normativo capaz de conjugar las cuestiones de inclusión social y protección medioambiental con el mundo de las finanzas. La emergencia climática, en particular, nos obliga a recalibrar los principios que rigen las políticas europeas y nacionales, hasta el punto de empujar al legislador italiano a promover una reforma constitucional que haga explícita la búsqueda del desarrollo sostenible y la protección del medio ambiente y los ecosistemas.

Por primera vez desde la crisis de 2008, los Estados europeos ponen a disposición importantes recursos económico-financieros para utilizarlos en proyectos inspirados en el relanzamiento de la economía real según un modelo de crecimiento más sostenible y resiliente. En este contexto, las finanzas sostenibles, en todas sus declinaciones, son elegidas como instrumento de captación de capitales (denominados “pacientes” por ser objeto de inversión a largo plazo), especialmente privados, orientados a la consecución de nuevos objetivos de política económica. Sin embargo, su diferente *ratio*, así como sus peculiares fundamentos estructurales, imponen un cambio de paradigma en la construcción de su disciplina de funcionamiento. Los dogmas de las finanzas tradicionales, como la búsqueda de rentabilidad económica, la maximización de resultados y la medición exclusivamente cuantitativa del rendimiento, dejan paso a la introducción de factores cualitativos, los factores ESG, que pasan a formar parte integrante de la inversión sostenible y se convierten en parámetro de éxito o fracaso de una iniciativa.

Lo que surge, pues, es una nueva visión de las finanzas encaminada a superar la dicotomía tradicional entre el interés egoísta por maximizar el resultado financiero y el interés por potenciar los objetivos sociales y medioambientales, entre “hacer bien” y “hacer el bien”. El objetivo es dar lugar a nuevas formas de destino de la riqueza que permitan comparar y equilibrar los rendimientos financieros con los efectos socioambientales generados por la actividad financiera. Por ello, se están extendiendo instrumentos financieros como los bonos *green* y *social*, es decir, bonos que promueven la consecución de un determinado impacto social y medioambiental. Con ellos surge el problema de la “justiciabilidad” de los factores ESG y los riesgos no financieros. Por este motivo, la legislación europea, con innumerables intervenciones (reglamentos, directivas, proyectos, etc.) caracterizadas también por un particular tecnicismo, ha intentado e intenta calificar la inversión sostenible, identificar su contenido y dictar su funcionamiento en su fase fisiológica. La nueva regulación tiene importantes repercusiones en las relaciones entre las empresas emisoras de los instrumentos financieros, los intermediarios financieros

distribuidores y los clientes finales. La “*meritevolezza*” que teóricamente califica las iniciativas que están detrás de estas inversiones lleva al legislador a adoptar políticas “*nudge*” que incentivan a los inversores a preferir este nuevo tipo de inversión frente a las actividades de inversión tradicionales.

Sin embargo, las incertidumbres sobre la aceptabilidad de la taxonomía *green*, la dificultad de elaborar una taxonomía *social* capaz de identificar parámetros de evaluación de la sostenibilidad en los productos financieros, así como la utilización por parte del legislador europeo de técnicas reglamentarias que ya se han revelado falaces en las finanzas tradicionales (ej.: obligaciones de información a más niveles) para regular el fenómeno, podrían transformar las finanzas sostenibles en una herramienta para hacer sostenibles las propias finanzas, a través de la extracción de capital y la búsqueda de beneficios de sectores, como el medio ambiente y el *welfare*, generalmente ajenos a la lógica especulativa.

Por estas razones, se decidió orientar el trabajo desde la perspectiva de la protección del inversor, en la condición de contratante débil y propenso a elecciones irracionales que, en razón de un interés egoísta-altruista, manifiesta su intención de invertir su capital ahorrado en instrumentos financieros de nueva generación, que tienen la ambición de la sostenibilidad, sin renunciar también a la rentabilidad económica. En una sociedad del endeudamiento, en la que el dinero ahorrado se coloca cada vez más en instrumentos financieros especulativos que responden a la lógica de la apuesta, no siempre rentable, la protección del ahorro, garantizada constitucionalmente por el art. 47 cost., pasa por la construcción de un sistema de protección del ahorrador, como consumidor final de los productos, y se convierte en un elemento esencial para generar confianza en el mercado financiero.

La intervención hermenéutica para adaptar la disciplina a las peculiares necesidades del ahorrador/inversor comienza en la fase fisiológica de la relación jurídica. En el mundo de las finanzas alternativas y sostenibles, de hecho, la integración de los factores ESG en las opciones de inversión postula evidentemente una revisión radical de las técnicas con las que habitualmente se evalúa la adecuación e idoneidad del producto; técnicas que ahora deben incorporar, junto a consideraciones de naturaleza económico-financiera, también preferencias no financieras que competen al inversor. Del mismo modo, los planes de reforma deben incidir en las obligaciones de información activa y pasiva impuestas al intermediario financiero, su contenido y frecuencia en las fases precontractual, contractual y postcontractual.

La finalidad de protección, sin embargo, exige que la atención se dirija sobre todo a la fase patológica de la relación, en la hipótesis de que las aspiraciones de sostenibilidad expresadas por el inversor sean desatendidas por el intermediario financiero emisor o distribuidor.

El trabajo de investigación, por tanto, pretende trazar un camino que permita, en última instancia, estimar el peso contractual que el interés no financiero del cliente a la sostenibilidad asume en la transacción de inversión; detenerse, por tanto, en los remedios que pueden ejercerse si el producto seleccionado genera un rendimiento económico satisfactorio para el cliente desatendiendo, al mismo

tiempo, las expectativas en términos de mejora del “índice de sostenibilidad”. Y ello teniendo en cuenta la peculiar imbricación de los principios implicados y la ponderación razonable y equilibrada de los intereses en juego: 1) el interés compuesto del inversor que, junto a la rentabilidad económica, persigue el objetivo de producir impactos socioambientales positivos, o de minimizar las repercusiones negativas, en la sociedad y en el medio ambiente, de las actividades financiadas con su propio capital; 2) el interés estatutario en la estabilidad, seguridad y eficiencia del mercado de inversiones sostenibles, que pasa también por la determinación, racionalización y gestión de los riesgos asociados a la sostenibilidad; 3) el interés de los intermediarios y emisores en la “justiciabilidad” de las evaluaciones de idoneidad y de las estrategias de gestión, que deben tener lugar de acuerdo con criterios de certeza y previsibilidad; 4) el interés de los posibles terceros, beneficiarios de las actividades financiadas (como en los bonos de impacto social) en evitar las posibles curvas discriminatorias e “insostenibles” que éstos podrían asumir si la consecución del resultado se evaluara a través de métricas de medición de impacto contrafuncionales al interés general que impregna la función del servicio.

Sólo enfrentándose a este entrelazamiento de principios e intereses, el mercado financiero de la sostenibilidad pierde su naturaleza de “etiqueta” *green* o *social* para atraer capital y se “funcionaliza” al bienestar del individuo.

Teniendo debidamente en cuenta la perspectiva de trabajo elegida, así como la metodología adoptada, pueden resumirse las etapas de desarrollo del razonamiento.

El mercado de la inversión sostenible es un sector en crecimiento, también gracias a las crisis que han acelerado la transición ecológica. En consecuencia, la normativa europea y nacional que lo regula está aún *in fieri*. Por tanto, una vez definidas las finanzas sostenibles, en todas sus declinaciones (éticas, sostenibles, de impacto), es necesario medirse con la vertiente objetiva del fenómeno, haciendo un esfuerzo de reconstrucción y reordenación de toda la normativa europea, italiana y española que interviene directa o latamente sobre el tema. En este sentido, el legislador europeo parece no haber asumido el cambio de paradigma cualitativo que las finanzas sostenibles aportan al mercado. Su estrategia regulatoria, criticable, tiene dos fundamentos: la técnica, definida por algunos como “injerto”, que consiste en añadir referencias a la sostenibilidad y a los factores ESG dentro de la normativa financiera preexistente; y *disclosure regulation*, es decir, la introducción a varios niveles de obligaciones de información para intermediarios y clientes que se convierten en una herramienta de intervención no invasiva y respetuosa con la autonomía privada, dejando a los destinatarios de la misma el arbitrio de sus propios intereses y objetivos.

La reconstrucción crítica de la legislación actual va seguida de la identificación y clasificación de los instrumentos que actualmente se comercializan bajo etiquetas de sostenibilidad: desde los primeros intentos de financiación alternativa, denominados “títulos de solidaridad”, pasando por los clásicos *green* y *social bond*, a las obligaciones temáticas, *green* y *social impact bond*, transacciones económicas

complejas y multisubjetivas, hasta técnicas de financiación e instrumentos financieros innovadores (como el *crowdfunding* o el *social lending*).

Una vez entendido “en qué” se invierte y según qué reglas, es necesario especificar “quién” participa, es decir, los actores que intervienen en el mercado de las finanzas sostenibles.

La reconstrucción desde el lado subjetivo comienza con la figura del ahorrador/inversor. Se tiene especialmente en cuenta al cliente *retail*, en el sentido de parte contratante débil, es decir, aquel que se encuentra en una situación de asimetría fisiológica negociadora con su interlocutor. Gracias a los estudios de *behavioural economics*, se supera el concepto de *homo oeconomicus*, que, dada una información completa y transparente, realiza elecciones conscientes que le permiten optimizar el resultado, y llegamos a un sujeto irracional, necesitado de un guía que le oriente en sus decisiones de inversión. Esta guía la proporciona el intermediario financiero, la contraparte del contrato de inversión, que está obligado a actuar en el *best interest* del cliente, de conformidad con el art. 21 t.u.f.; éste establece una relación de confianza con el inversor, le proporciona información y la recibe. En el mercado de la inversión sostenible, tiene la misión de evaluar las preferencias del ahorrador en materia de sostenibilidad al elaborar el perfil del cliente y tenerlas en cuenta al elegir las operaciones de inversión.

Como se ha mencionado, en el mercado de la inversión sostenible, además del interés del inversor por el capital, existe también su interés no financiero por alcanzar objetivos de sostenibilidad. Este interés debe ser estudiado en profundidad para establecer qué impacto tiene en la construcción de la actividad inversora, en la evaluación de su valía y, en consecuencia, en la eventual fase patológica de la relación.

Para responder a esta necesidad, el trabajo de esta tesis retoma el controvertido concepto de patrimonialidad y lo declina a la luz de los valores y principios constitucionales. Estudia su evolución hasta la teoría de la “despatrimonialización” del derecho civil, que reinterpreta la empresa, la propiedad, el contrato, pero sobre todo la obligación, emblema de la patrimonialidad, en clave solidarista, como medios para proteger a la persona, centro de gravedad de los ordenamientos jurídicos modernos.

Analiza las instituciones jurídicas clásicas en las que se evidencia la importancia del interés no patrimonial, desde la obligación al interés ideal de las entidades del Libro I (asociaciones, fundaciones y comités), hasta una primera forma de imbricación entre el interés no patrimonial, dirigido al ejercicio de actividades de interés general, y el rendimiento económico, con los nuevos sujetos del código del Tercer Sector (por ejemplo: la empresa social). Sin embargo, con la introducción de la sostenibilidad en las finanzas, se abandona la tendencia a separar lo “blanco” de lo “negro”, lo patrimonial y lo no patrimonial; lo lucrativo y lo ideal; lo egoísta y lo altruista. Se convierte en una manifestación del (difícil) equilibrio entre valores patrimoniales y no patrimoniales, entre el interés lucrativo (egoísta) y el interés social-solidario (comunitario). La dinámica del mercado financiero asume las necesidades

medioambientales y sociales, explotando el interés del inversor en operar en beneficio de la justa solidaridad.

Cambia así toda la dinámica de la relación de inversión, en la que el interés del ahorrador es uno y compuesto: patrimonial y no patrimonial y debe ser protegido en su integridad. Los factores de sostenibilidad se interpenetran en la causa u objeto del contrato de inversión, condicionando ambos perfiles, genético y funcional, de la relación.

Por lo tanto, es necesario estudiar la nueva función de la información, que de neutra se convierte en un incentivo para adquirir productos financieros sostenibles, y examinar todas las demás fases de la relación de inversión: evaluación de la idoneidad y conflicto de intereses.

El trabajo realizado, en síntesis, pretende reconstruir el contenido de la situación jurídica del ahorrador en la relación de inversión con preferencias ESG, las facultades y poderes. También hace un intento de calificar el interés de sostenibilidad, en su declinación financiera de las preferencias de sostenibilidad, con respecto a las categorías tradicionales del derecho civil de expectativa o derecho subjetivo. Un intento dificultado por la disciplina no sistemática, por los numerosos sujetos implicados y por los diferentes niveles de sostenibilidad de los instrumentos financieros, imposibles de reconducir a una unidad jurídica.

Una vez establecido el centro de gravedad en la fase de colocación del producto sostenible, y constatada la relevancia del interés no patrimonial del cliente en la estructura sustancial de la operación, el objetivo último del trabajo de tesis es investigar los remedios disponibles para el cliente, y la correspondiente responsabilidad del intermediario, incluyendo el mismo interés no pecuniario como criterio de evaluación respecto del juicio sobre la conducta del intermediario y los resultados económicos y no económicos de las operaciones de inversión. Por consiguiente, es necesario estudiar la incidencia de los factores ESG en la negociación, examinando una pluralidad de hipótesis.

De la capacidad de ofrecer soluciones basadas en la legalidad constitucional depende la seguridad del mercado y la confianza de los inversores interesados en conciliar los objetivos de sostenibilidad con un rendimiento financiero.

CAPITOLO I
LA SOSTENIBILITA' NEL MERCATO FINANZIARIO: FONTI, SOGGETTI, PRODOTTI
SEZIONE I
FONTI E PRODOTTI

SOMMARIO: 1. Premessa. Uno sguardo al presente; – 2. Finanza etica, finanza sostenibile, finanza di impatto: l'ingresso nel mondo finanziario dei fattori ESG; – 3. La politica europea per la finanza sostenibile: dalla Responsabilità Sociale di Impresa, all'*Action Plan* 2018, sino alla tassonomia *social*; – 3.1. Il regolamento “Disclosure”, 2019/2088/UE e gli obblighi d'informazione quale strumento primario di tutela dell'investitore; la MIFID II integrata dalla sostenibilità: prima criticità del modello; – 3.2. Seconda criticità del modello: il problema della giustiziabilità dei fattori etici: la soluzione europea della Tassonomia green e social (regolamento 2020/852/UE e *Final Report Social Taxonomy*); – 3.3. Novità nel panorama normativo europeo: la riforma del SFDR ed il *Final Report on Draft Regulatory Standard*. Cenni alla *Retail Investment Strategy*; – 4. La normativa italiana di adeguamento al sistema: T.U.B.-T.U.F. e Regolamento Consob n. 20267 del 18 gennaio 2018 sugli intermediari finanziari aggiornato al 2022; – 5. Cenni alla normativa spagnola; – 6. La costruzione dei prodotti finanziari sostenibili. Evoluzione, tipologie e differenze strutturali; 1) I Titoli di Solidarietà; 2) Le obbligazioni “Tematiche”. (i) *Green, social, sustainable and sustainable linked bond*. (ii) In particolare, i *social impact bond*. 3) Gli altri strumenti: *Green loans e Sustainable Sustainability Linked Loans*; Comunità energetiche, fondi d'investimento EuSEF, *social lending, crowd-funding*.

1. Premessa. Uno sguardo al presente

Il mercato non è nuovo al confronto con temi che, apparentemente, non lo riguardano: etica, morale, sviluppo sostenibile e sostenibilità e tutela dell'ecosistema. Tuttavia, dopo decenni di dibattiti dottrinali, quando si parla del rapporto tra etica ed economia ed etica e finanza e di un suo eventuale ripensamento (tema, quest'ultimo decisamente attuale), tanti avvertono quasi un senso di fastidio, come se la questione non si riverberasse necessariamente sulla risposta giuridica ai problemi economici.

Eppure, come correttamente è stato fatto notare, l'agire umano comporta sempre una scelta etica, anche se l'azione si svolge nel campo dell'economia e della finanza¹. Ciò è talmente vero che c'è chi ha affermato che non sia corretto parlare del rapporto tra etica ed economia, perché «l'economia è nata nell'ambito dell'etica»².

L'emergenza sanitaria appena trascorsa – collocabile dal punto di vista privatistico tra le sopravvenienze contrattuali straordinarie ed imprevedibili – ha ridato priorità assoluta al dibattito sui

¹ G. GUZZETTI, *Etica del risparmio e sviluppo*, intervento alla 94ª edizione della Giornata Mondiale del Risparmio, 31 ottobre 2018, rinvenibile in *acri.it*. Per una ricostruzione puntuale del dibattito tra etica ed economia si veda S. ZAMAGNI, *Economia ed etica. La crisi e la sfida dell'economia civile*, Brescia, 2014.

² S. ZAMAGNI, *op. ult. cit.*, p. 67, il quale sostiene che non sia casuale che le prime riflessioni teorico-economiche risalgano a teologi come S. Tommaso D'Aquino, S. Anselmo, S. Bernardino. Ciò che invece va analizzato è la matrice etica su cui si deve basare l'economia.

bisogni essenziali dell'uomo e della collettività. Sempre più impellente si manifesta l'esigenza di elaborare un tessuto normativo che possa coniugare la dimensione economica, sociale ed ambientale³.

Se la pandemia aveva già fatto emergere le criticità del contesto socio-economico e obbligato all'adozione di misure di intervento al fine di limitare i danni di una inevitabile recessione economica⁴, l'attuale crisi geopolitica, e l'incertezza in cui ha gettato il Continente europeo, ha esacerbato le criticità già segnalate. Basti pensare alla crisi umanitaria in corso, alle sue ricadute sulle politiche migratorie europee ed alle conseguenze economiche: scarsità di materie prime e difficoltà di reperimento di fonti energetiche tradizionali, prime fra tutte gas e petrolio.

La pandemia, la crisi geopolitica ed il cambiamento climatico impongono, dunque, un ripensamento del sistema economico attuale ed una riflessione più profonda su quale ruolo, in questo contesto, possa ricoprire la finanza.

Se, infatti, quest'ultima assume una valenza strumentale di mezzo, ossia di condizione per poter operare⁵, non è difficile assegnarle il ruolo di motore di sviluppo sostenibile, introducendo al suo interno dinamiche ambientali e sociali.

Fino a poco tempo addietro, si riteneva che i mercati avessero una «“vita propria”, sommando operazioni in modo quasi cibernetico». Il mercato finanziario⁶, in particolare, si occupava di raccogliere risorse e di investire in progetti remunerativi. Restava, dunque, insensibile a piani imprenditoriali innovativi di natura sociali ed ambientali: «programmi preventivi e di riabilitazione per ex detenuti e tossicodipendenti; offerta di cure accessibili a favore di categorie svantaggiate; reinserimento dei lavoratori esclusi dal tessuto produttivo; progetti innovativi nel settore agricolo, manifatturiero, del riciclo e riuso dei rifiuti, dell'energia verde ecc. Attività tutte caratterizzate dal divario tra valore sociale

³ J. MCDANIELS, *Implications of the COVID-19 Pandemic for Global Sustainable Finance: an initial framework for response strategies*, in digitallibrary.un.org, 2020.

⁴ Una ricostruzione puntuale delle conseguenze economiche, specialmente con riferimento al settore bancario e finanziario, è delineata da L. DI NELLA, *Pandemia, crisi economica e consumatore bancario tra tutele e responsabilità*, in V. RIZZO, L. MEZZASOMA, E. LLAMAS POMBO, G. BERTI DE MARINIS (a cura di), *Il consumatore e la normativa emergenziale ai tempi del covid-19*, Napoli, 2021, p. 261 ss., ed in particolare p. 281 ss., secondo cui il concetto di sostenibilità può divenire «principio di riferimento per bilanciare all'interno degli interventi esigenze di tutela della persona, del consumatore e dell'impresa con gli interessi del sistema bancario e finanziario in una prospettiva di medio lungo periodo». Per un'analisi della situazione economica italiana post pandemia si veda U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Sistema produttivo e finanziario post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*, Pisa, 2021. Allo stesso modo, per un approfondimento delle conseguenze della crisi sanitaria dal punto di vista del consumatore si veda V. RIZZO, E. LLAMAS POMBO, L. MEZZASOMA, G. BERTI DE MARINIS (a cura di), *Il consumatore e la normativa emergenziale ai tempi del covid-19*, Napoli, 2021.

⁵ F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza e sostenibilità economica*, in *Riv. elettr. dir. econ. man.*, 2020, p. 25; prima ancora D. SCHOENMAKER, W. SCHRAMADE, *Principles of Sustainable Finance*, in *Oxford University Press*, 2019. Così anche M. MUSELLA, *Finanza sociale e sviluppo dell'economia civile*, in M. FRANCESCA, C. MIGNONE (a cura di), *Finanza di impatto sociale. Strumenti, interessi, scenari attuativi*, Napoli, 2020, p. XIV, che afferma: «il ruolo della finanza è di servire le attività produttive e non di servirsene per autnutrirsi».

⁶ Per una ricostruzione civilistica del mercato finanziario e della sua caratterizzazione v. M. COSSU, P. SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente – divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, p. 401 ss.

dell'attività e flussi finanziari: il beneficio per la collettività in caso di successo del progetto è considerevole, ma il rischio di perdere il capitale investito non è quasi mai controbilanciato da un ritorno sufficiente a rendere l'investimento appetibile sul mercato»⁷. Restituiva, quindi, l'immagine di un mondo «in bianco e nero»⁸: «da una parte attività strutturate per soddisfare l'interesse egoistico a massimizzare il risultato finanziario (in termini di “saldo” della gestione); dall'altra parte attività strutturate per soddisfare l'interesse altruistico a massimizzare gli impatti positivi sull'ambiente e sul benessere della società»⁹. Si riproduceva, quindi, il paradosso di una società che, da un lato moltiplicava le iniziative a favore degli emarginati, dall'altro accentrava gli sforzi sull'efficienza, intesa come capacità di generare «valore aggiunto mercantile»¹⁰.

La finanza etica, sostenibile e di impatto tenta di colmare tale *deficit* puntando su investimenti sostenibili che presuppongono il superamento della tradizionale dicotomia tra massimizzazione del risultato finanziario e valorizzazione degli impatti sociali e ambientali¹¹.

Il momento, come si, è detto è ancor più propizio grazie agli ultimi avvenimenti che hanno imposto un intervento massiccio ed un comportamento attivo da parte degli Stati. Per lungo tempo la penuria di risorse pubbliche dovuta alla crisi del debito sovrano ed ai conseguenti vincoli di bilancio hanno generato una spirale negativa di tagli ai servizi e alle prestazioni a carico della spesa pubblica, intaccando la capacità degli Stati di intervenire attivamente. Ciò ha garantito ampio margine all'autonomia privata che ha dovuto colmare, con strumenti alternativi¹², i vuoti lasciati dai primi. E così che gli operatori finanziari privati guadagnano la grassa occasione di penetrare nei settori *welfare* che tradizionalmente erano sotto il controllo dello Stato, favorendo il passaggio da una società del risparmio (cd. logica del materasso) alla società del debito, in cui il denaro risparmiato viene collocato in strumenti di finanza

⁷ L'efficace ricostruzione del mercato finanziario è di C. MIGNONE, *Investimento a impatto sociale: etica, tecnica e rischio finanziario*, in *Rass. dir.civ.*, 2016, p. 927. Sempre S. ZAMAGNI, *op. ult. cit.*, p. 71, a fronte dell'assunzione dell'interesse egoistico come molla per la capacità negoziale, si chiede cosa ne sia dei cd. *outliers*, cioè persone non capaci o senza alcuno che tuteli i loro interessi. Questa domanda, secondo l'economista, metterebbe in crisi il neocontrattualismo.

⁸ K. WESTWAY, *Beyond Black and White: The New Paradigm of Social Enterprise*, in *New York Univ. J. L. Bus.*, 2013, 9, p. 441.

⁹ Sempre C. MIGNONE, *Investimento a impatto sociale: etica, tecnica e rischio finanziario*, cit. p. 927.

¹⁰ Di questo paradosso ne parla S. ZAMAGNI, *Dal liberalismo welfarista al welfare sussidiario: la sfida dell'economia civile*, in *I Quaderni dell'Economia Civile*, 2011, rinvenibili in *aiccon.it*, ed anche ID., L. BRUNI, *L'economia civile*, Bologna, 2015, contrario al primo concetto di *Welfare State*, fondato sull'idea che una società democratica per progredire debba tenere disgiunti il codice dell'efficienza - che basterebbe a regolare i rapporti entro la sfera dell'economico - e il codice della solidarietà che presiederebbe ai rapporti intersoggettivi entro la sfera del sociale.

¹¹ Secondo alcuni, proprio la finanza tradizionale, «vecchio stile» è stata parte del problema, se non proprio «il» problema scatenante congiunturale che, innestandosi sulle lacune strutturali degli Stati, ha generato crisi come quella del 2008. Di conseguenza, viene accolta con favore la «finanza 4.0: una finanza sostenibile» (A. QUARANTA, *Come finanziare strutturalmente lo sviluppo sostenibile? Gli ESG e il nuovo modello di governance*, in *Amb. svil.*, 2022, p. 31).

¹² G. BERTI DE MARINIS, *Patrimonio culturale e fattori ESG*, in *Dir. mer. ass. fin.*, 2020, p. 55 e F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza e finanza dell'etica*, Roma- Bari, 1997, p. 199.

speculativa che rispondono alla logica della scommessa e della cui meritevolezza, alle volte, è bene dubitare¹³. Il privato, per accedere a beni essenziali è costretto ad indebitarsi¹⁴ e chi non può farlo, perché escluso dallo stesso sistema finanziario rischia di non poter godere di diritti fondamentali come la salute, la casa, l'istruzione etc. Esclusione finanziaria quindi è foriera di discriminazione sociale.

Questo scenario, ormai presente nel territorio europeo da vent'anni, per la prima volta dopo la crisi del 2008, sembra in procinto di cambiare. Attualmente, gli Stati Europei possono usufruire di ingenti risorse economico finanziarie da impiegare in progetti ispirati al rilancio di una economia reale¹⁵, secondo un modello di crescita più sostenibile e resiliente.

Le recenti evoluzioni normative testimoniano l'impegno europeo e nazionale in questa direzione.

Il programma *Next Generation EU* (NGEU) di fine maggio 2020 ha messo in campo ingenti capitali per un totale di 750 miliardi di euro dei quali 390 sono solo di sovvenzioni, all'insegna della transizione ecologica, della digitalizzazione, della competitività, della formazione e dell'inclusione sociale, territoriale e di genere¹⁶.

Per beneficiarne, si richiede agli Stati membri di presentare un pacchetto di investimenti e riforme: il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR).

¹³ Come sostiene C. MIGNONE, *La finanza sociale tra tecnica ed ermeneutica*, in corso di pubblicazione, nota 3, «non vale addurre, “con abilità dialettica”, che se le scommesse sono ammesse nel nostro ordinamento allora vanno ammesse anche le negoziazioni in derivati. Ciò che è investito in derivati è pur sempre risparmio, e il risparmio non può essere incanalato attraverso strumenti finanziari che difettano di meritevolezza, di ragionevolezza e di intrinseca adeguatezza» (P. PERLINGIERI, *Crisi dei mercati finanziari e crisi delle imprese*, in *Riv. dir. impr.*, 2011, p. 246 ss.).

¹⁴ La lettura «con le lenti dell'economista critico» è di M. MUSELLA, *Il sovraindebitamento, alcune riflessioni su cause, effetti e possibili rimedi*, in *Quest. giust.*, 2019, p. 286, che segnala «quattro possibili fattori – tra loro spesso intrecciati in modo inestricabile – che, singolarmente o congiuntamente, determinano una tendenza al sovraindebitamento: 1) tendenza al sovra-consumo; 2) illusione della jackpot economy; 3) aumento delle disuguaglianze e, quindi, dell'aspiration gap (del divario delle aspirazioni); 4) politiche lassiste di accesso ai prestiti da parte di banche e istituzioni finanziarie».

¹⁵ V'è chi ritiene che proprio un dialogo costruttivo tra finanza ed etica, all'insegna di un utilizzo oculato del risparmio, di cui la finanza si alimenta, possa essere la chiave per recuperare una corretta relazione tra economia reale e finanza (v. G. GUZZETTI, *Etica del risparmio e sviluppo*, in *Iustitia*, 2018, p. 565). Già in precedenza, A. CALOIA, *L'imprenditore sociale. Per un capitalismo avanzato*, Roma, 1995, p. 1 s., il quale sosteneva che «i problemi strutturali delle banche partono tutti dalla concezione del denaro prevalente in un sistema. Il denaro [...] deve servire all'economia reale, non ad aggrovigliarsi su se stesso solo per creare altro denaro: perché in quel caso si creano solo costruzioni di carta. Credo sia importante muoversi su realtà concrete come la casa, l'agricoltura, le opere pubbliche. Investire in attività di medio lungo periodo e che sono quelle che danno solidità al percorso economico e sociale di un paese. Non sono le schiume di breve periodo che fanno la realtà del paese e la consolidano. Quindi, anche nell'attività del banchiere, non è vero che basti volere il profitto o prestare soldi alle imprese o ancora celebrare il capitalismo a ogni costo: questi sono tutti semplici elementi di un discorso più ampio e vanno visti in una strategia che deve diventare selettiva in accordo con le priorità del Paese. Il denaro che fa solo denaro non va bene».

¹⁶ Quest'ultimo comprende due strumenti di sostegno agli Stati membri: il REACT-EU, concepito in un'ottica di più breve termine (2021-2022) come ausilio nella fase iniziale di rilancio dell'economia. Il Dispositivo per la Ripresa e Resilienza (RRF) ha invece una durata di sei anni, dal 2021 al 2026. La sua dimensione totale è pari a 672,5 miliardi di euro, di cui 312,5 miliardi sono sovvenzioni e 360 miliardi prestiti a tassi agevolati. Le risorse sono reperite in larga parte attraverso emissioni di titoli obbligazionari dell'UE.

Il Piano italiano ha subito una lunga gestazione e prevede un insieme integrato di investimenti e riforme orientato a migliorare l'equità, l'efficienza e la competitività del Paese, a favorire l'attrazione degli investimenti e in generale ad accrescere la fiducia di cittadini e imprese¹⁷. Si avvale di tutte le risorse messe a disposizione (circa 191, 5 miliardi di euro tra sovvenzioni e prestiti) e si articola in sei missioni e sedici componenti.

Le riforme riguardano i settori della pubblica amministrazione, della giustizia, della semplificazione e della concorrenza (per quest'ultima si propone anche il consolidamento dell'indipendenza strutturale e funzionale delle Autorità di regolazione, come la CONSOB). La transizione ecologica è alla base del nuovo modello di sviluppo (il NGEU impone che almeno il 37% della spesa per investimenti e riforme debba sostenere obiettivi climatici). Asse strategico si rivela anche l'inclusione sociale come lotta alle disuguaglianze, parità di genere, valorizzazione dei giovani e superamento dei divari territoriali. Viene introdotta altresì una proposta di riforma legislativa sulla disabilità, nell'ottica della deistituzionalizzazione e della promozione dell'autonomia delle persone con disabilità e secondo un approccio del tutto coerente con la Carta dei diritti fondamentale dell'Unione Europea e con la recente "Strategia per i diritti delle persone con disabilità 2021-2030" presentata a marzo 2021 dalla Commissione Europea.

Sostenibilità è parola chiave nel testo del Piano, in particolare con riferimento agli interventi a sostegno delle PMI (piccole e medie imprese) protagoniste del mercato interno nella corsa all'innovazione, competitività e supportate nella transizione *green* dei processi di produzione e di gestione delle attività. Il fine è anticipare i progetti di investimenti pubblici maturi continuando a promuovere gli investimenti privati che per decenni hanno sopperito alle carenze pubbliche.

Il Piano si colloca sulla scia del movimento internazionale per contrasto al cambiamento climatico. Nonostante, infatti, le problematiche non si limitino solo ai rischi per gli ecosistemi al tema viene assegnata priorità assoluta anche a causa delle catastrofiche previsioni scientifiche sulla sua irreversibilità. L'ultimo *step* del lungo percorso iniziato a Rio de Janeiro nel 1992 si è compiuto a Glasgow con la 26° edizione della Conferenza delle Parti dell'UNFCCC (*United Nations Framework Convention on Climate Change*), conosciuta come COP26 e finalizzata ad accelerare il processo di riduzione dell'emissione di gas serra. La parte del leone è stata riconosciuta alle istituzioni finanziarie, quali detentrici dei fondi, alle quali viene chiesto di orientare le loro decisioni finanziarie nel mondo anche verso motivazioni ambientali. A tal riguardo è utile fare menzione dell'iniziativa *GFan* (*Glasgow Financial Alliance for Net-Zero*), un'alleanza che raccoglie 400 soggetti tra banche, assicuratori, fondi e fornitori di servizi in una rete che serva a rafforzare l'intervento climatico nel

¹⁷ Il testo integrale del PNRR è consultabile sul sito *governo.it*; per un confronto tra i differenti Piani di Ripresa e Resilienza v. P. CLARIZIA, M. MANOCCHIO, P. MARCONI, B. P. AMICARELLI, G. MOCAVINI, R. MORGANTE, G. NAPOLITANO, A. RENZI, *I piani nazionali di ripresa e resilienza in prospettiva comparata*, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 2021, p. 1127 ss.

settore. Il *GFan* si impegna così a creare un collegamento tra gli investitori privati e il settore pubblico per quanto riguarda i finanziamenti necessari alla transizione ecologica e a tutti quegli interventi necessari per contrastare il riscaldamento globale¹⁸. Questi impegni avranno implicazioni per l'economia più ampia, in quanto favoriranno la disponibilità di capitali per le aziende che perseguono la decarbonizzazione (c.d. "mobilitazione") e potrebbero invece rendere più difficile l'accesso ai finanziamenti per quelle che non si stanno allineando all'obiettivo dell'azzeramento netto.

L'accordo raggiunto sul tema, tuttavia, è oggetto di aspre critiche. In primo luogo perché è frutto di un obiettivo mancato, fissato per il 2020 e stabilito nel 2009, di raccolta di 100 miliardi di dollari annuali in favore dei Paesi in via di sviluppo. In secondo luogo, perché l'azzeramento di emissioni, si stima, necessiti di investimenti pari a circa cinque miliardi all'anno. Soprattutto, però, perché manca una definizione di finanza climatica che sia condivisa. La mancanza di una univoca tassonomia genera un difetto di trasparenza che, a sua volta, inficia la qualità di questi interventi e la fiducia degli investitori negli stessi. È, dunque, necessario un monitoraggio della qualità, quantità e comparabilità delle informazioni sul clima ma, soprattutto, è essenziale la "gestione del rischio" che, in relazione alle tematiche ambientali, è di due tipi: fisico, ossia l'impatto finanziario dei cambiamenti climatici in termini di danni materiali diretti ed indiretti e di transizione, quale perdita finanziaria diretta o indiretta derivante dalle modalità e dai tempi del passaggio ad un'economia caratterizzata da basse emissioni di carbonio e più sostenibile.

In questo sistema il cambiamento climatico passa «da essere un rischio a divenire un'opportunità»¹⁹ (il problema è comprendere opportunità per chi!). Rischio che necessita essere gestito anche dalle Banche Centrali, proprio per la sua capacità di alterare la stabilità del sistema finanziario, influire sulla solidità degli intermediari finanziari ed incidere sulla politica monetaria.

¹⁸ Per raggiungere gli obiettivi prefissati sono necessari finanziamenti pubblici, per costruire infrastrutture necessarie ad un'economia verde e resiliente, e finanziamenti privati, per finanziare i veri investimenti sul clima e raggiungere il livello zero emissioni. Le specifiche operazioni sono contenute in due documenti: COP Presidency, *Prorities for climate finance in the year ahead*, Gennaio 2021 e M. CARNEY, *Bulding a private finance system for net zero*, entrambi in *ukcop26.org*.

¹⁹ Le parole sono di Mark Carney, già governatore della *Bank of England*, il quale in un'intervista rilasciata recentemente e resa disponibile sul sito dell'ONU, *un.org*, alla domanda "*What's the most exciting climate-related development right now in private finance?*", ha risposto che «*The dialogue has shifted from viewing climate change as a risk, to seeing the opportunity [...]*». La stessa idea è stata ripresa da Al Gore, attualmente presidente di Generation Investment Management LLP, il quale è intervenuto al summit sul clima sostenendo che: «Siamo nelle prime fasi di una rivoluzione della sostenibilità che è la più grande opportunità della storia. E coloro che non lo riconoscono e non si adattano ad esso sono a rischio commerciale. Saranno lasciati indietro», ed ha poi avvertito dell'esistenza di una bolla subprime del carbonio da 22 miliardi di dollari (in *finanza.com*, 4 novembre 2021). In senso critico, dal punto di vista sociale, v. N. DENTICO, *Ricchi e buoni? Le trame oscure del filantropicapitalismo*, Verona, 2020, p. 165, per la quale, su scala mondiale, «si avverte la spinta alla trasformazione dei segmenti malati o affamati della popolazione in zone di investimento e la creazione di mercati ed opportunità finanziarie con un processo che avanza in nome dello *sviluppo sostenibile*».

Risale al 2021 il primo “*climate stress test*” della BCE²⁰ avente come obiettivo la valutazione della resilienza di banche e imprese ai cambiamenti climatici ed il “*Guide on climate-related and environmental risks. Supervisory expectations relating to risk management and disclosure*” del Single Supervisory Mechanism²¹, nel quale vengono definite le aspettative del Supervisore bancario europeo sulla gestione e conseguente divulgazione informativa dei rischi climatici.

Sulla stessa linea, a partire dal 2019, la Banca di Italia ha iniziato ad integrare i criteri di sostenibilità nei suoi investimenti, prima sul mercato azionario europeo ed italiano e, dal 2020 anche sul mercato giapponese e americano (a mezzo anche di strumenti collettivi come gli EFT, *Exchange Traded Found*), nel rispetto del principio di diversificazione del portafoglio e della neutralità del mercato²².

Se, dunque, l’ingente mole di risorse impone agli investitori istituzionali di adoperarsi per incrementare il settore degli investimenti sostenibili, la domanda maggiore di prodotti che includano la sostenibilità proviene dai risparmiatori/investitori cd. *retail* i quali impegnano il loro risparmio secondo il principio del “*voting with your wallet*”.

L’attenzione a queste nuove forme di investimento, infatti, non genera solo rischi di sistema. A valle vi sono i rischi individuali dei risparmiatori/investitori le cui tutele vanno ricalibrate sia alla luce dell’emersione delle nuove esigenze sociali ed ambientali che orientano le loro scelte, sia degli ultimi avvenimenti storici, laddove per *investor protection* si intenda l’insieme di norme e principi finalizzati a preservare gli interessi ed i diritti di questi ultimi²³, in particolar modo dei più vulnerabili²⁴. Un

²⁰ ECB, *Climate risk stress test*, in bankingsupervision.europa.eu, ottobre 2021; iniziato il 27 gennaio 2022 proseguirà fino a metà 2022 il *Climate Stress Test 2022*.

²¹ BANKING SUPERVISION, *Guide on climate-related and environmental risks. Supervisory expectations relating to risk management and disclosure*, in bankingsupervision.europa.eu, novembre 2020.

²² E. BERNARDINI, I. FAIELLA, L. LAVECCHIA, A. MISTRETTA, F. NATOLI, *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, in bancaditalia.it, marzo 2021, p. 46 s., i quali definiscono la neutralità di mercato come un «principio a cui le banche centrali si ispirano nelle proprie attività istituzionali per assicurare che la propria azione non crei distorsioni nel funzionamento nei mercati in cui esse operano, né interferisca sulla corretta formazione dei prezzi delle attività» e che si traduce generalmente nel mantenere nei propri interventi una composizione corrispondente a quella del mercato. Detto principio, in relazione ai rischi climatici, crea disagio perché vi è un sensibile scostamento tra lo stesso e la neutralità carbonica proprio in quanto i maggiori emittenti di titoli azionari e obbligazionari sono società con elevate emissioni di gas serra (ad esempio quelle del settore automobilistico, dei materiali di base, dei trasporti e delle *utility*) per le quali è più elevato il rischio di transizione. Allo stesso tempo queste sono le società di questi settori sono tipicamente a maggiore intensità di capitale, di maggiori dimensioni e le loro attività fisse hanno orizzonti di investimento a lungo termine rispetto agli altri settori, e ciò comporta che più di sovente facciano ricorso al mercato dei capitali per finanziarsi.

²³ La definizione è di M. SIRI, S. ZHU, *L’integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca impr. soc.*, 2020, p. 10; la versione statunitense la identifica come «*defensive protection of the vulnerable investor against unscrupulous market participants*» (R. C. CLARK, *The Soundness of Financial Intermediaries*, in *Yale Law Journal*, 86, 1976).

²⁴ L. MEZZASOMA, *La valutazione del merito creditizio del consumatore*, in E. LLAMAS POMBO, L. MEZZASOMA, U. RANA, F. RIZZO, (a cura di), *La tutela del consumatore nella moderna realtà bancaria (profili internazionali)*, Napoli, 2020, p. 125, il quale, giustamente, sottolinea come il consumatore nella realtà bancaria nel momento in cui intrattiene rapporti con l’istituto di credito può essere considerato un «consumatore vulnerabile a livello strutturale, il quale deve essere agevolato da una presunzione *iuris* e *de iure* di debolezza e vulnerabilità»; con riferimento ad una particolare vulnerabilità sempre in ambito bancario e finanziario, v. anche G. BERTI DE

ripensamento, dunque, che ha già avuto forte impatto e che continuerà ad averlo, come si vedrà in seguito, sulle tutele previste nella MIFID II, proprio in relazione alle prestazioni di servizi di investimento.

La situazione così sinteticamente descritta è, ovviamente, l'ultima tappa di un percorso iniziato tempo addietro e che occorre brevemente ricostruire al fine di comprendere il macrosistema in cui continua a svilupparsi il rapporto tra intermediario e cliente e di valutare le modalità di risposta alle nuove esigenze del risparmiatore.

2. Finanza etica, finanza sostenibile, finanza di impatto: l'ingresso nel mondo finanziario dei fattori ESG

Fino all'avvento della crisi, l'unica visione di finanza "sociale" alternativa era collegata alla sussidiarietà orizzontale dell'art. 118 cost.; i progetti ambientali e sociali, che fuoriuscivano dalle ordinarie finalità di finanziarizzazione, erano supportati con donazioni private, atti di liberalità e, soprattutto, con la leva fiscale (così come nei titoli di solidarietà che verranno trattati a breve). La meritevolezza²⁵ dell'eterogeneità dei fini – sociali, ambientali, di *governance* – incideva solo dall'esterno sulla disciplina del finanziamento ma non arrivava mai a toccare la costruzione contrattuale.

La qualificazione si arrestava alla struttura del potere di esercizio della situazione giuridica del finanziatore: finanziamento a titolo di capitale e finanziamento a titolo di debito. Il primo era escluso, poiché avrebbe permesso al finanziatore di partecipare del rischio d'impresa, il secondo ammesso entro precisi limiti che rendono la relativa remunerazione un costo (del denaro preso a prestito) anziché una forma indiretta di lucro.

Con il cambio di paradigmi sociali, ambientali e di *governance*, dalla finanza tradizionale nell'accezione di fenomeno composto da operazioni aventi alle proprie estremità – ovvero al principio e all'esito – esclusivamente danaro, si giunge alla finanza etica, nella quale si estrinseca il fenomeno

MARINIS, *La tutela del cliente vulnerabile*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, p. 651 ss.; più di recente, sulle modalità con cui il mercato può divenire preziosa risorsa per la tutela della "persona" vulnerabile cfr. P.E. CORRIAS, *Il mercato come risorsa della persona vulnerabile*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, p. 968 ss. In Spagna, T. HUALDO MANSE, *Del consumidor informado al consumidor real. El futuro del derecho de consumo europeo*, Madrid, 2016, *passim*, ricostruisce tutte le fasi del consumatore vulnerabile, dalla concezione tradizionale a quella moderna, passando per il consumatore vulnerabile nel mercato energetico spagnolo. M.D. HERNÁNDEZ DÍAZ-AMBRONA, *Consumidor vulnerable*, Madrid 2015.

²⁵ S. POLIDORI, *Il controllo di meritevolezza sugli atti di autonomia negoziale*, in G. PERLINGIERI E M. D'AMBROSIO (a cura di), *Fonti, metodo e interpretazione. Primo incontro di studi dell'Associazione dei Dottorati di Diritto Privato*, Napoli, 2017, p. 391 ss.; G.B. FERRI, *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1971, I, p. 81 ss.; V. RIZZO, *Fonti delle obbligazioni fra tipicità, atipicità e giudizio di meritevolezza*, in F. RUSCELLO (a cura di), *Studi in onore di Davide Messinetti*, Napoli, 2008, p. 819 ss.

dell'incidenza dell'interesse pubblico sulla causa dei negozi giuridici che la attuano²⁶, alla finanza sostenibile²⁷ e si approda alla finanza di impatto.

Come la finanza tradizionale, anche queste nuove forme svolgono funzioni di trasferimento di risorse da settori in *surplus* finanziario (i risparmiatori) a settori in *deficit* finanziario (gli imprenditori, i cittadini), ma si distinguono dalla prima per il ricorso a criteri diversi di selezione dei soggetti o progetti finanziati.

Nel quadro dell'ordinamento europeo, esse svolgono un duplice obiettivo: 1) contribuire a finanziare una crescita inclusiva e sostenibile dell'economia reale e 2) orientare il mercato dei capitali verso investimenti di lungo periodo²⁸ mediante l'incorporazione dei fattori cosiddetti «ESG» – acronimo per *Environmental, Social e Governance* elaborato nel contesto dell'ONU²⁹ – nelle procedure decisionali

²⁶ F. LONGOBUCCO, S. DEPLANO, *Finanza etica* (voce), in *Dig. Disc. Priv.*, sez. comm., Milano 2012, anche per una definizione *a contrario* della finanza etica, intesa come settore le cui finalità non si esauriscono nella ricerca di scopi lucrativi egoistici.

²⁷ J.M. DOMÍNGUEZ MARTINEZ e J.M.^a LOPEZ JIMENÉZ, *El nuevo paradigma de las finanzas sostenibles*, in J.M.^a LOPEZ JIMENÉZ e A. ZAMARRIEGO MUÑOZ (dir.), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, 2021, Cizur Menor, p. 61 ss.; nello stesso volume A. BORREGO RODRÍGUEZ, *Finanzas sostenibles desde el punto de vista del inversor. Aplicación en la gestión de inversiones*, p. 989 ss.; come fa notare C. MIGNONE, *La finanza sociale tra tecnica ed ermeneutica*, nella relazione a Convegno Credito, finanza e sostenibilità (Università di Napoli Federico II, 9 aprile 2024), «il termine “finanza etica” indica solitamente un complesso di attività e prodotti finanziari attenti a valori non economici. In quest'ampia accezione rientrano l'orientamento dei risparmi verso progetti di utilità sociale, l'esclusione di attività con oggetti dannosi per la salute o per l'ambiente, o più semplicemente l'attenzione che la banca si impegna a riservare a una eterogenea categoria di *stakeholders* (compresi i suoi clienti). Il fenomeno sfugge a una precisa identificazione, al punto che la dottrina fatica a mettere a fuoco il tema della finanza etica senza contestualmente interrogarsi sul rilievo che assume l'etica nella finanza», come accade in F. CAPRIGLIONE, *Cooperazione di credito e “finanza etica”*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1997, p. 21 ss.; S. SCOTTI CAMUZZI, *Finanza etica ed etica della finanza. La responsabilità sociale dell'impresa nel settore della finanza*, in *Jus*, 2005, p. 103 ss.

²⁸ La finanza sostenibile presuppone una visione di lungo periodo che rigetta non tanto la finanza a breve termine quanto lo «*short-termism*», inteso come quella «*practice of finance that is focused on near-term profits rather than strategic fundamentals. It is reflected in analysis, allocation and trading that seeks to extract value over a time horizon where the underlying economic returns do not have the time to materialize*» (HLEG, Final Report, 2018, disponibile al sito ec.europa.eu/info/publications/180131-sustainable-finance-report_en, p. 9). In realtà, i *long-term objectives* sono stati definiti da Francesco Denozza come «un diffuso ritornello (...) quello di rivalutare il perseguimento di obiettivi di lungo periodo» (F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in *Rivista ODC*, 2019, p. 615). Come fa notare M. STELLA RICHTER JR., *Long terminism*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 34 ss., «con *short-term* può alludersi semplicemente ad azioni che si esauriscono in un arco temporale breve, ad attività contenute nel tempo; è il contrario di intraprese che necessitano di periodi (più) lunghi per essere sviluppate. Ma, per altro verso, lo stesso termine è usato anche con accezione negativa per descrivere una attività o una condotta che preclude il raggiungimento di risultati migliori sul più lungo periodo o che, sempre nel più lungo periodo, fa sorgere conseguenze dannose e indesiderate. Le due accezioni non devono essere confuse e soprattutto non ci si deve fare influenzare dalla esistenza della seconda per porre sotto una luce non favorevole qualsiasi attività imprenditoriale e anche qualsiasi scelta gestoria pensata per esaurirsi nel breve termine». Chi, inoltre, decide a quanto tempo corrisponde il *long terminism*? Inoltre, un conto è ragionare di un investimento non *short-term* e altro conto è immaginare di raggiungere risultati a tutela di interessi ambientali o generali in quello stesso orizzonte temporale che sia di uno o di tre anni o più.

²⁹ Le cui versioni ulteriori di *ESG&D*, dove ai fattori *Enviromental Social and Governance* si aggiunge quello *Data*, o *EESG*, a includere anche il fattore *Employee* come distinto dal quello *Social*. Sulla “S” si rinvia a M. MALO SERISA e J.C. LOPEZ DIAZ, *Una aproximacion a los aspectos sociales de las finanzas sostenibles*, in J.M.^a LOPEZ JIMENÉZ e A. ZAMARRIEGO MUÑOZ (dir.), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las*

degli investitori. Questi si qualificano come indicatori che permettono di esaminare l'attività di un emittente, sia privato che pubblico, non solo in relazione agli aspetti finanziari, ma anche sotto il profilo ambientale, sociale e di buona *governance*.

Con l'acronimo ESG si rientra a pieno titolo nell'ambito degli «investimenti sostenibili e responsabili» («*sustainable and responsible investment*», cd. «SRI»)³⁰. Il concetto ricomprende investimenti per mezzo dei quali la ricchezza è allocata secondo lo schema tradizionale «investimento-rendimento», ma «fattori ambientali e sociali sono integrati nei processi di ricerca, analisi e selezione degli investimenti – ad esempio, escludendo dal finanziamento imprese o altri enti che abbiano un impatto ambientale o sociale negativo, o ancora enti le cui caratteristiche di governo non siano ritenute sufficientemente trasparenti e partecipative (coerentemente con i principi ESG) – e vengono assunti a parametro del successo o insuccesso di una iniziativa»³¹. Gli SRI comprendono, pertanto, un paniere diversificato di investimenti, caratterizzati dalla sussistenza di due elementi: una remunerazione economica di lungo periodo e una sensibilità per l'impatto ambientale e sociale che si espressa nelle tecniche di selezione dei soggetti o progetti destinatari dell'investimento. Nell'ambito di questi ultimi, con ESG si fa riferimento all'impatto generato da determinate attività su ambiente e territorio, a quello sociale, nonché agli aspetti gestionali di tali attività. Il primo criterio comprende numerosi parametri come «l'attenzione al cambiamento climatico, alla sicurezza alimentare, al contenimento delle emissioni di anidride carbonica, ovvero ai tentativi di ridurre l'utilizzo delle risorse naturali». Il secondo criterio concerne la misura in cui queste attività di interesse generale contribuiscono al benessere degli abitanti del territorio in cui esse hanno luogo: benessere inteso tanto come qualità della vita, quanto riferito a tutte le componenti che possono contribuirvi, come la disponibilità di beni e servizi adeguati (tra i quali l'energia), la sicurezza, il rispetto dei diritti umani, delle condizioni di lavoro e del principio di non discriminazione. Il terzo criterio si riferisce a tutti gli aspetti relativi alla *governance*, con le conseguenti responsabilità.

L'inclusione delle preferenze ESG nella raccolta di informazioni sugli obiettivi di investimento dei clienti finanziari e bancari è stata accolta con favore dalla dottrina la quale, tuttavia, ipotizza altresì la

finanzas sostenibles, cit., p. 548 ss. Gli investimenti che incorporano codici etici, ecologici, sociali, religiosi e politici, cioè criteri sostenibili, iniziano a svilupparsi negli anni '70 (J.J. DURÁN HERRERA, F. LAMOTHE, J.W. IBAÑEZ JIMENÉZ, *Inversiones internacionales responsables, gubernamentales e institucionales: la responsabilidad con los países menos desarrollados*, in J.W. IBAÑEZ JIMENÉZ (dir.), *Responsabilidad social de la empresa y finanzas sociales*, Akal, 2004, p. 51 ss.).

³⁰ Quanto al *sustainable and responsible investment* o «SRI», la prima definizione esaustiva è quella elaborata da Eurosif nel 2016, che lo identifica quale «*long-term oriented investment approach, which integrates ESG factors in the research, analysis and selection process of securities within an investment portfolio. It combines fundamental analysis and engagement with an evaluation of ESG factors in order to better capture long term returns for investors, and to benefit society by influencing the behaviour of companies*». La definizione – come si può vedere – ha il pregio di chiarire il rapporto tra finanza SRI e fattori ESG.

³¹ D. LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fat tispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca impr. soc.*, 2021, p. 116.

riconduzione delle suddette preferenze sotto un unico indicatore anziché come tre indicatori distinti (E, S e G), in maggiore coerenza con il concetto di investimento sostenibile. Quest'ultimo, infatti, prescinde dal suo obiettivo specifico, e mira a non danneggiare significativamente nessuno degli scopi sociali e ambientali, nel rispetto dei principi di buona *governance*. Inoltre, la qualificazione di un investimento come «sostenibile» è tale solo con il rispetto di alcuni *standard* minimi riguardanti tutti i suddetti fattori. Ciò nonostante non è mancato chi, correttamente, ha fatto notare la illusorietà di una ricostruzione che ritiene fattibile perseguire i tre obiettivi come finalità necessariamente coerenti tra di loro. In genere E e S sono schierati dal lato opposto della G: la *governance*, per come normalmente intesa, è l'insieme delle tecniche, dei presidi e dei meccanismi volti a ovviare ai diversi problemi di gestione, che naturalmente sorgono nei rapporti societari, ed ha la finalità di ridurre i costi (*agency costs*). In questo senso, una buona *governance* migliora la condizione del socio, in quanto socio, ed è perciò del tutto coerente con la classica concezione contrattualista dell'interesse sociale, ossia con la concezione che riconduce l'interesse della società a quello dei soci, facendo aumentare lo *shareholder value*. Di contro, gli obbiettivi relativi ai profili ambientali e sociali ampliano il novero degli interessi da prendersi in considerazione da parte degli organi sociali e, quindi, presuppongono il perseguimento (anche) dello *stakeholder value*. In sintesi, la sigla ESG attiene a tre fattori tra loro disomogenei e incoerenti dal punto di vista della concezione di interesse sociale che presuppongono. Di qui la loro contraddittorietà quantomeno sul piano concettuale³².

È vero, altresì, che anche i due fattori, *social* e *environment*, possono collidere: il perseguimento di finalità sociali può andare a detrimento degli aspetti ambientali e viceversa, come nel caso della continuazione della gestione di un sito produttivo inquinante e pericoloso per la salute di chi vive in quella zona, la cui chiusura tuttavia dell'impianto avrà effetti disastrosi sulla occupazione in quella comunità (vedasi il caso ILVA di Taranto).

Nel momento in cui i fattori ESG traslati negli investimenti mutano in obiettivi tangibili, sempre aleatori ma definiti nelle loro linee progettuali, la finanza sostenibile si scinde e si specifica, divenendo c.d. finanza d'impatto, o «*impact investing*»; quest'ultimo può considerarsi un sottoinsieme degli investimenti socialmente responsabili il quale accoglie un modello di investimento finalizzato sia al rendimento finanziario che a conseguire un forte impatto socio-ambientale, e che non si limita a

³² Il ragionamento è condotto da M. STELLA RICHTER JR., *Long-terminism*, cit. p. 33 s., il quale fa una prima suddivisione tra sostenibilità interna e sostenibilità esterna: «La prima allude alla possibilità, quindi, che essa conservi l'equilibrio finanziario su di un orizzonte temporale (sufficientemente) lungo. È a questa sostenibilità che ci si riferisce quando si parla di sviluppo sostenibile dal punto di vista economico. La seconda considera sostenibile quella impresa che le cui esternalità non sono tali da pregiudicare (o, meglio, da contribuire a pregiudicare) nell'orizzonte temporale considerato gli assetti naturali, ambientali, climatici, sociali, sanitari, dei diritti civili e via scorrendo». È a questa sostenibilità che ci si riferisce quando si parla di sviluppo sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale. Si prospettano, dunque, molti casi di *sustainabilty* v. *sustainability* e in tali casi si dovrà necessariamente decidere a quale sostenibilità - ambientale, sociale o economica, per limitarci alle tre grandi suddivisioni - «dare ragione» e in quale misura.

escludere l'investimento in settori e imprese non sostenibili ma «fa dell'impatto sociale o ambientale un obiettivo primario [...], la ragione dello stesso».

La distinzione, più che terminologica, è di natura concettuale: con finanza di impatto – o *impact investing* – si comprendono tutte quelle ipotesi in cui il capitale è investito non solo in base alla redditività dell'investimento e alle sue condizioni di rischio, ma anche in funzione di obiettivi sociali e ambientali che l'investimento ha la finalità di realizzare. La definizione è stata coniata dal GIIN (*Global Impact Investing Network*) secondo il quale essa è «un insieme di investimenti in società, organizzazioni e fondi, con l'intenzione di generare – oltre che rendimenti finanziari – un impatto quantificabile a livello sociale e ambientale»³³.

La finanza d'impatto, a sua volta, si declina a secondo dei diversi punti di equilibrio tra le componenti che la caratterizzano, ossia: 1) l'impatto sociale e/o ambientale, 2) il rendimento finanziario e 3) il livello di rischio dell'investimento. Sotto tale denominazione, quindi, possono essere ricondotte diverse forme di investimento, a sua volta comprensiva di vari strumenti finanziari e forme di finanziamento. Altrettanti, quindi, sono i livelli di incidenza dell'interesse (anche) non patrimoniale che permea la posizione dell'«*impact investor*».

Occorre, pertanto, sottoporre a verifica le soluzioni che sono state introdotte a livello regolativo, nonché prefigurare quali potrebbero essere gli scenari aperti dalle future evoluzioni degli investimenti sostenibili.

3. La politica europea per la finanza sostenibile: dalla Responsabilità Sociale di Impresa, all'Action Plan 2018, sino alla tassonomia social

Il processo di sviluppo della finanza sostenibile all'interno dell'UE è il risultato di una intensa ed elefantica attività di “regolamentazione” da parte delle Autorità, caratterizzata da alti livelli di tecnicismo e sovrapposizioni di piani e fonti del diritto. Ed è tutt'ora *in fieri*.

Il percorso della stessa ha inizio molto prima dell'Action Plan 2018, in coincidenza con i primi obblighi significativi del legislatore europeo in materia di ambiente e di CSR (*Corporate Social*

³³ Il termine *impact investing* è stato coniato al di fuori dell'ambito accademico nel 2007, durante un *meeting* organizzato dalla *Rockefeller Foundation*. L'iniziativa prendeva le mosse dall'esperienza inglese in corso e dalle stime della multinazionale Accenture e dell'Università di Oxford che portavano alla luce gravissime insufficienze nella futura capacità finanziaria degli Stati di rispondere alla domanda di servizi pubblici (B. MORAN e S. ROHLEDER, *Delivering public service for the future: navigating the shifts*, in *Accenture*, 2012). La definizione ufficiale risale, invece, al *Social Impact Investment Task Force* (SIIT) istituita nel 2013 nell'ambito del G8: «[Q]uella finanza che sostiene investimenti legati ad obiettivi sociali misurabili in grado, allo stesso tempo, di generare un ritorno economico per gli investitori» (SIIT, *La finanza che include: gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia. Rapporto Italiano della Social Impact Investment Task Force istituita in ambito G8*, 2014, in *socialimpactagenda.it*, p. 24).

Responsability)), introdotti entrambi dalla Direttiva 2014/95/UE³⁴ (*Non Financial Reporting Directive*) relativa alla disciplina della comunicazione di informazioni di carattere non finanziario³⁵, che si muove nella prospettiva di «gestire la transizione verso un'economia globale sostenibile» (Considerando n. 3) partendo dalla riduzione delle esternalità prodotte dalle imprese. La CSR si presenta, dunque, come un ramo dell'etica di impresa e risponde al quesito su quali responsabilità l'impresa abbia nei confronti della società³⁶.

La CSR attribuisce all'impresa compiti di cura diretti di interessi diversi da quelli degli *shareholders*, ossia gli interessi degli *stakeholders*, è stata definita quale «integrazione su base volontaria dei problemi sociali ed ambientali delle imprese nelle loro attività commerciali e nelle loro relazioni con altre parti»³⁷

³⁴ Sulla Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, v., tra i molti, P. MONTALENTI, *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in *Rivista ODC*, 2016, p. 3 ss.; E. BELLISARIO, *Le "autorità private" nell'era della sostenibilità. gli impatti dell'ESG disclosure regulation e del taxonomy regulation*, in *Actualidad Juridica Iberoamericana*, 2022, p. 104 ss.; A. QUARANTA, *La comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: la nuova disciplina colpisce nel segno*, in *Ambiente e sviluppo*, 2017, p. 5 ss.; 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.; V. BUONOCORE, *La responsabilità dell'impresa fra libertà e vincoli*, in AA.VV., *La responsabilità dell'impresa*, Milano, 2006, p. 39; V. CALANDRA BUONAURA, *La responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, p. 530.

³⁵ O, come alcuni ritengono sia meglio dire, «comunicazione sulla sostenibilità» (M. COSSU, *Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari*, cit., p. 435).

³⁶ Sull'etica di impresa e per una critica filosofica al concetto di CRS messo a confronto con la figura del "sacerdote asceta" di Nietzsche, si veda C.D. RINCÓN OROZCO, C. A. OSPINA HERRERA, J.G. CARVAJAL OROZCO, *Crítica a la ética empresarial y a la responsabilidad social empresarial desde Nietzsche*, in *Discusiones filosoficas*, 2019, p. 147 ss. In tema, c'è chi ha declinato la "responsabilità sociale delle imprese" (RSI), alla luce del principio di sussidiarietà sociale, nel quale il diritto prodotto da soggetti istituzionali si coniuga con le regole del mercato e della società civile, disegnando un sistema che si "auto-regola" nell'ambito di un ordine giuridico. Nella logica della sussidiarietà, alle imprese – quali autorità private di rilevanza pubblica – viene riconosciuto un "ruolo guida" nello sviluppo delle regole di RSI; alle autorità pubbliche spetta invece un "ruolo di sostegno". Le imprese – viene di recente affermato dalla Commissione – sono chiamate a svolgere un «ruolo chiave nella transizione verso la sostenibilità» (E. BELLISARIO, *La responsabilità sociale delle imprese fra autonomia e autorità privata*, Torino, 2012; più in generale, sul principio di sussidiarietà orizzontale, M. NUZZO, (a cura di), *Il principio di sussidiarietà nel diritto privato*, Torino, 2014).

³⁷ Sulle varie definizioni di responsabilità sociale di impresa, si veda G. ROSCONI, *Etica, responsabilità sociale di impresa e coinvolgimenti degli stakeholder*, in *Impresaprogetto*, 2007, su *impresaprogetto.it*; sulla genericità della dicitura A. ANTONUCCI, *La responsabilità sociale di impresa*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, p. 119 ss. Vi è chi, come R. E. FREEMAN, S.R. VELAMURI, B. MORIARTY, *Company stakeholder Responsibility: a new approach to CSR*, 2006, in *corporate-ethics.org*, sosteneva la possibilità di sostituire il termine con *Corporate Stakeholder Responsibility* per evidenziare al meglio l'aspetto relazionale tra impresa e ambiente che la circonda. R. FERNÁNDEZ GARCÍA, *La responsabilidad social de la empresa (RSE)*, in *La responsabilidad social corporativa como modelo de gestión empresarial*, Barcellona, 2018, distingue tra quella di impresa e quella corporativa, estesa anche a las agencias gubernamentales y a otras organizaciones no gubernamentales, que tengan interés en mostrar cómo realizan su trabajo. Elenca, inoltre, le differenti definizioni della stessa date da diverse organizzazioni sovranazionali. J.P. LANDA ZAPIRAIN, *Ética empresarial y responsabilidad social corporativa*, in *Ética empresarial y Códigos de Conducta*, Madrid, 2011 che sostiene: «El concepto de responsabilidad social de la empresa oscila a su vez entre dos concepciones de corte ideológico. Una reduce la responsabilidad social de la empresa a la obtención del beneficio para sus accionistas, mientras que la segunda extiende esa responsabilidad a todos los actores que tengan un interés directo (trabajadores, contratistas y clientes), o indirecto (consumidores o poderes públicos concernidos) con la acción empresarial. Para los primeros, la empresa no tendría responsabilidad como tal, porque ese concepto ético de responsabilidad se extiende

ed implica una coerenza complessiva di scelte aziendali, alcune delle quali potrebbero, altresì, essere nascoste agli occhi dei consumatori (come la scelta delle tecniche produttiva ecc.). Caratteristiche essenziali della CSR sono: impegno volontario oltre il minimo legale e regolamentare per rispondere alle esigenze della società; selezione delle scelte produttive con criteri di sostenibilità ambientale e sociale; politiche avanzate di lavoro e *customer satisfaction*.

La teoria della CSR, inizialmente accolta con favore dalla dottrina e dallo stesso mercato, perché vista come la capacità delle imprese di autodeterminarsi creando esse stesse un bilanciamento agli eccessi nell'affermazione della teoria dello *shareholder value*, mostra già in principio i suoi limiti, arrivando, ad oggi, non a scomparire bensì ad essere ridimensionata fortemente nella sua portata innovativa, considerata piuttosto utopistica e superata. È stata, infatti, definita come una «manifestazione ipocrita di facciata che nasconde i profondi guasti del capitalismo contemporaneo»³⁸. Si è da subito notato come sia stridente il connubio “etica” ed “efficienza produttiva”: l'impresa si comporta eticamente quando i comportamenti si traducono in norme giuridiche di condotta supportate da sanzioni efficaci valide per tutte le imprese che operano in concorrenza in un settore. Al di fuori di tale idilliaco contesto, una impresa può permettersi scelte etiche solo se tutelata dai rischi della concorrenza o se tali scelte (improbabile) corrispondano a risultati positivi o neutri sul piano dell'efficienza aziendale. Il problema è che se un'impresa rinuncia ad un'occasione di profitto in favore di scelte sostenibili, la perdita *chance* verrà acquisita da un'altra concorrente che otterrà vantaggio competitivo³⁹.

únicamente a los individuos. En cambio, para otros, la legitimación social de una empresa se justifica en la medida en que actúe de una manera social y moralmente aceptable. En el fondo se trata de un debate sobre la legitimidad de los fines que debe perseguir una empresa en la sociedad contemporánea». In Spagna, l'argomento “CRS” e sviluppo sostenibile era già investigato da G. HEDSTROM, S. POLTORZYCKI, P. STROB, Desarrollo sostenible: la próxima generación en oportunidades empresariales, in Revista Interdisciplinar de Gestión Ambiental, 1999.

Sulla responsabilità sociale di impresa in Spagna, occorre ricordare, altresì, il *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas Revisado en junio 2020* (in cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020.pdf) che, al paragrafo III.3.5 “Sostenibilidad y aspectos medioambientales y sociales” stabilisce il Principio 24, secondo il quale: «La sociedad promoverá una política adecuada de sostenibilidad en materias medioambientales y sociales, como facultad indelegable del consejo de administración, ofreciendo de forma transparente información suficiente sobre su desarrollo, aplicación y resultados». A tal propósito la Raccomandazione n. 55 auspica: «Que las políticas de sostenibilidad en materias medioambientales y sociales identifiquen e incluyan al menos: a) b) c) d) e) Los principios, compromisos, objetivos y estrategia en lo relativo a accionistas, empleados, clientes, proveedores, cuestiones sociales, medio ambiente, diversidad, responsabilidad fiscal, respeto de los derechos humanos y prevención de la corrupción y otras conductas ilegales. Los métodos o sistemas para el seguimiento del cumplimiento de las políticas, de los riesgos asociados y de su gestión. Los mecanismos de supervisión del riesgo no financiero, incluido el relacionado con aspectos éticos y de conducta empresarial. Los canales de comunicación, participación y diálogo con los grupos de interés. Las prácticas de comunicación responsable que eviten la manipulación informativa y protejan la integridad y el honor».

³⁸ M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale di impresa*, in Riv. soc., 2009, p. 21; seguito a ruota da G. ROSSI, *Il gioco delle regole*, Milano, 2006.

³⁹ Alcuni esempi virtuosi, in realtà, ci sono stati. Basti pensare, in Italia, alla Olivetti (L. GALLINO, *L'impresa responsabile. Un'intervista su Adriano Olivetti*, Milano, 2001; in generale, per l'esperienza pratica italiana, F. PERRINI, A. TENCATI, *Corporate social responsibility. Un nuovo approccio alla gestione d'impresa*, Milano

Ciò che inizialmente preoccupava era la base volontaria dell'adesione al sistema di responsabilità sociale, ossia affidarsi alla responsabilità delle imprese, le quali si dovrebbero comportare virtuosamente anche in assenza di un obbligo o comunque più virtuosamente di quanto loro imposto da norme imperative⁴⁰.

Per tale ragione si riteneva necessario un intervento normativo. Si comincia a prendere atto, infatti, della scarsa efficacia di un approccio esclusivamente *soft* e volontario, in cui tutto – *rule-making, rule-monitoring, rule-enforcement* – è lasciato al potere dei privati, e si comincia ad avvertire la necessità di una nuova, diversa strategia che renda le pratiche socialmente responsabili credibili, trasparenti, comparabili e, quindi, basata su un potenziamento della regolazione “dall’alto” e del ruolo dell’ordinamento giuridico. Lo stesso, prima ancora che in Europa con la direttiva su citata, trova il suo compimento in Spagna dove, naufragato il *Proyecto de Ley del Grupo Socialista al Consejo Estatal de RSE*, si sviluppa una cultura sul tema tanto forte che tutte le imprese di IBEX presentano spontaneamente memorie annuali sui risultati sociali ed ambientali⁴¹, seguite a ruota dalla creazione del *Consejo Estatal de RSE* a mezzo di regio decreto n. 221/2008, organo collegiale accessorio e consultivo del governo composto dai rappresentanti di sindacati, terzo settore e imprese, avente l’obiettivo di creare metriche che standardizzassero le informazioni socio-ambientali delle imprese.

Solo in seguito, interviene a livello europeo la direttiva 2014/95/UE dall’approccio improntato alla “non intrusività” e alla “flessibilità”, in considerazione della natura “multidimensionale” della RSI e della diversità delle politiche applicate dalle imprese in materia. La stessa viene recepita in Italia dal d.lg. n. 254/2016⁴² e in Spagna dal *Real Decreto-ley* 18/2017, 24 novembre (*La Ley* n. 18662/2017), che

2008). Sempre per esempi pratici, in Spagna, prima della direttiva del 2014, si veda il caso “Microdeco”, o di “José Moreno”, relativi all’applicazione della suddetta responsabilità nelle PMI (J. CAMPOS MORAL, *RSE en las pymes: ¿nueva sensibilización social o necesaria estrategia comercial?*, in *Estrategia financiera*, 2009).

⁴⁰ Definito da M. STELLA RICHTER JR., *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 717: «paradigma della c.d. Corporate Social Responsibility; che è un po’come dire che le norme non ci sono, ma bisogna agire come se ci fossero. Il che — aggiungo di sfuggita — ricorda molto da vicino il “se Dio non esiste, l’uomo dovrebbe comunque vivere veluti si Deus daretur” (forse con la differenza che, se Dio esistesse, l’uomo saprebbe quali comandamenti seguire; mentre se le norme non ci sono le stesse se le deve inventare lui... posto che nessuno crede più — con Grozio — al diritto naturale che esiste di per sé, cioè *etsi Deus non daretur*!)».

⁴¹ El «éxito de la RSE en España responde a que no se ha hecho impositivamente desde los poderes públicos a través de normas o leyes cuando en esta materia «la voluntariedad es esencial». Cfr. R. JÁUREGUI ATONDO, *La institucionalización de la RSE en el proceso de recuperación económica de la UE. Especial atención al desarrollo de la Agenda Social en el marco de la Estrategia UE 2020*, in *Revista MITIN*, 2010, p. 142.

⁴² E. BELLISARIO, *Rischi di sostenibilità e obblighi di disclosure: il d.lgs. n. 254/2016 di attuazione della dir. 2014/95/UE*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2017, p. 19 ss.; C. ANGELICI, *Divagazioni sulla “responsabilità sociale di impresa”*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 3 ss.; P. MONTALENTI, *L’interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 319 ss.; M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria ed interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 992 ss., il quale cerca di chiarire a quale nozione di “interesse sociale” si faccia riferimento dato che la comunicazione su risultati socio-ambientali introduce nella gestione societaria elementi di valutazione estranei al dibattito sulla natura dell’interesse sociale e sul fenomeno azionario.

Non si deve, tuttavia, confondere, la responsabilità sociale di impresa con l’assenza di lucro nelle società. J.J. PÉREZ BENÍTEZ, *El capitalismo iluminado. La propuesta de directiva sobre diligencia debida en materia de*

modifica il *Código de Comercio*, il *Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital* (La Ley n. 14030/2010)⁴³. Obiettivo di tale disciplina è di evidenziare, attraverso la rendicontazione non finanziaria individuale o consolidata, 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 fattore.

Si resta nell'ambito di prime forme di regolazione miste o di cd. co-regolamentazione, attraverso un intervento funzionalizzato al controllo del potere privato e delle sue forme di esercizio che, tuttavia, ancora limita l'intervento alla verifica dell'avvenuta redazione della rendicontazione finanziaria senza vagliare nel merito il contenuto. A ciò si aggiunge che detto assetto normativo non vincola tutte le imprese a redigere un documento circa l'incidenza dei fattori ESG sulla propria organizzazione, optando per una strategia di mero "*complain or explain*" che esonera dall'obbligo informativo mediante semplice motivazione del diniego (art. 6, co. 3, d.lg. n. 254/2016). Esse, dunque, conservano un'ampia discrezionalità nel definire il contenuto delle loro strategie e nella scelta degli *standards* specifici e dei relativi KPIs (*Key Performance Indicators*), e altresì margini di flessibilità nel comunicare le informazioni pertinenti. Infatti, l'integrazione dei fattori ESG nella propria *policy* d'impresa avrebbe un'incidenza elevata non solo sui costi connessi all'analisi dei rischi e alla predisposizione di informative complete e aggiornate sull'impatto ambientale o sociale, ma anche sul profilo della

sostenibilidad, in *Diario La Ley*, 2022, sostiene che: «*perseguir un mínimo de RSC (entendida como la ordenación de las relaciones entre la empresa, su consejo de administración, los accionistas, y otras partes interesadas, que determina «la forma en que se gestionan y controlan las empresas»), mantener los fines de la RSC dentro de sus límites canónicos no convierte a la sociedad en una sociedad sin ánimo de lucro*». Quanto all'interesse sociale, presenta «*una fuerte carga doctrinal, y viene históricamente marcado por la tensión entre la concepción institucionalista y contractualista, con cierto predominio de esta última, al menos en el orden práctico. En el marco de la gobernanza societaria se trata de identificar una pauta de actuación del administrador, que debe actuar con un grado de pericia y de información (deber de diligencia), que permita maximizar la defensa de aquel interés, y que debe perseguir con prioridad el interés social y postergar los intereses propios y ajenos. A quién debe lealtad el administrador, y que criterios permiten justificar la exigencia de responsabilidad por falta de diligencia, son temas que vienen marcando la evolución del Derecho de sociedades desde el primer tercio del siglo pasado*».

⁴³ M. ARRIETA GARRAMIOLA, *Condicionantes legales y éticos en la empresa global*, in *La Ley Mercantil*, 2018. In Spagna, già il *Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas* (la cui prima versione risale al 22 maggio 2006) all'art. 24 stabilisce che: «*La sociedad promoverá una política adecuada de responsabilidad social corporativa, como facultad indelegable del consejo de administración, ofreciendo de forma transparente información suficiente sobre su desarrollo, aplicación y resultados*». La raccomandazione n. 54 è dedicata interamente alla CRS, che menziona materie come l'ambiente, la diversità, la responsabilità fiscale, il rispetto dei diritti umani e la prevenzione di condotte illecite. Sebbene le raccomandazioni di buon governo non siano norme di legge, le società quotate sono tenute a rendere conto del loro grado di conformità attraverso la relazione annuale sul governo societario, in conformità con le disposizioni dell'articolo 540.4.g) della legge sulle società di capitali. In pratica, questa possibilità di scegliere tra *comply or explain* porta la maggior parte delle società quotate ad approvare una politica di responsabilità sociale e a pubblicarla sul proprio sito web aziendale, insieme agli altri documenti aziendali. Allo stesso modo in cui la raccomandazione 55 del Codice di buona governance delle società quotate raccomanda l'utilizzo di metodologie accettate a livello internazionale per la rendicontazione delle questioni relative alla responsabilità sociale d'impresa, la dichiarazione di informazioni non finanziarie richiesta dall'articolo 262.5 della legge spagnola sulle società (LEY 14030/2010) dovrebbe includere indicatori chiave di performance non finanziaria che sono rilevanti per la specifica attività aziendale.

concorrenzialità dell'impresa, che vincola capitali su progetti a lungo termine, lasciando ampi margini di mercato a chi persegue obiettivi di utile immediato.

Assente del tutto, però, il profilo 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 a valle con il singolo cliente o potenziale cliente.

Mancava, quindi, nella normativa UE di rango primario una definizione univoca di prodotto finanziario sostenibile.

Tale assenza spinge l'ESMA a sollecitare un aggiornamento della MiFID II al fine di includervi una definizione di *sustainability risks* e *sustainability factors*⁴⁴ e ad implementare il quadro regolatorio così da tenere conto degli aspetti strutturali (e delle peculiarità) dei prodotti finanziari sostenibili, e di come i requisiti di sostenibilità incidano sulle caratteristiche del prodotto in termini di rischio e rendimento; si estende la regolazione ai rapporti tra società emittenti, intermediari finanziari e clienti finali e, specificamente, nei contratti di consulenza e gestione del portafoglio.

Alla fine del 2016, la Commissione europea nomina un gruppo di esperti di alto livello sulla finanza sostenibile (*High-Level Expert Group on Sustainable Finance*, o «HLEG»), con il compito di fornire raccomandazioni per lo sviluppo di una strategia globale dell'UE in materia di finanza e sviluppo sostenibile. La relazione finale dell'HLEG¹⁷, pubblicata nel gennaio 2018, sottolinea l'importanza di promuovere la finanza sostenibile attraverso un riesame sistemico del quadro finanziario e propone otto raccomandazioni, nonché altre azioni trasversali rivolte a specifici settori finanziari.

Di qui l'auspicio, contenuto nell'*Action Plan «Financing Sustainable Growth»* 2018⁴⁵ della Commissione Europea, nel senso di convogliare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili, sviluppare specifici *benchmark* ad essi dedicati, integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria,

⁴⁴ ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and Final Report, Documento ESMA 35-43-1737, 30 aprile 2019, 22: «*the lack of agreed definitions and labels at the EU level is a substantial shortcoming and seriously hampers the implementation of a harmonized approach on sustainable finance. This should not prevent firms from making progress in order to incorporate sustainability risks and factors, but this should be taken into account by regulators and supervisors*».

⁴⁵ L'*Action Plan* persegue specificamente tre obiettivi: (i) riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili, al fine di conseguire una crescita sostenibile e inclusiva; (ii) gestire i rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici, dal degrado ambientale e dalle problematiche sociali; e (iii) promuovere la trasparenza e il lungo termine dell'attività economica e finanziaria. La strategia delineata si sviluppa nello specifico lungo dieci azioni chiave da attuare entro la fine del 2019: (a) istituire un sistema di classificazione UE per le attività sostenibili; (b) creare *standard* ed etichettatura per i prodotti finanziari verdi; (c) promuovere gli investimenti in progetti sostenibili; (d) integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria; (e) sviluppare *benchmark* sugli investimenti sostenibili; (f) integrare la sostenibilità nei rating e nelle ricerche di mercato; (g) chiarire i doveri degli investitori istituzionali e degli *asset manager*; (h) integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali; (i) rafforzare l'informativa sulla sostenibilità e la regolamentazione contabile; e (l) promuovere una *governance* sostenibile e attenuare la tendenza a breve termine nei mercati di capitale. «Por decirlo de algún modo, este es el primer hito normativo del cual derivan las decisiones legales más de detalle que van a ser los condicionantes de las relaciones jurídicas dimanantes de las operaciones financieras» (R. MÍNGUEZ PRIETO, *El impacto del marco normativo ESG en las operaciones de financiación crediticia bancaria y en las de los mercados de renta fija*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2022).

nei *rating* e nelle ricerche di mercato e, infine, allineare anche gli strumenti di finanza pubblica ai *benchmark* di mercato, se necessario modificando i vincoli di bilancio e di indebitamento per l'emissione di *green, social e sustainable bonds*. Al fine, in particolare, di integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria, l'ESMA è stata invitata a inserire disposizioni in materia di preferenze sulla sostenibilità nei suoi orientamenti in materia di valutazione di adeguatezza. L'*Action Plan* 2018 segnala anche, come è ovvio, la necessità di chiarire gli specifici doveri degli investitori istituzionali e degli *asset manager* nei confronti dei prodotti finanziari sostenibili, anche in termini di requisiti prudenziali, e gli obblighi informativi e contabili che comporta la presenza di tali prodotti in portafoglio.

A due mesi dall'adozione dell'*Action Plan*, nel maggio 2018 la Commissione adotta un pacchetto di misure quali: - il Regolamento (UE) 2019/2088 del 27 novembre 2019, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (c.d. SFDR, ossia: *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, o anche *ESG Disclosure Regulation*); - il Regolamento (UE) 2020/852 del 18 giugno 2020, relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088 (c.d. *Taxonomy Regulation*); - il Regolamento (UE) 2019/2089 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 sui *low carbon benchmarks* e *positive carbon impact benchmarks*⁴⁶. Filo conduttore dei tre regolamenti è la ricerca di parametri di valutazione *standard* che consentano agli operatori finanziari di attingere a un gamma di indicatori qualitativi e quantitativi da applicare a tutte le attività economiche. Su queste basi, i prodotti sostenibili si presentano con “diversi livelli di ambizione” e sono differenziati in due categorie: prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali o sociali (non *Taxonomy compliant*), per i quali è richiesta l'individuazione di indici di riferimento per verificare il rispetto delle caratteristiche di sostenibilità; prodotti aventi come obiettivo investimenti ad impatto «eco» e «socio» sostenibile (*Taxonomy compliant*), come i già richiamati *green* e *social impact bond*, per i quali occorre esplicitare il parametro di misurazione delle prestazioni.

La Commissione europea inoltre istituisce un gruppo di esperti tecnici sulla finanza sostenibile (*Technical Expert Group on Sustainable Finance*, «TEG») – composto da rappresentanti della società

⁴⁶ La Spagna, a differenza dell'Italia si è dotata di una vera e propria legge sulla transizione ecologica, la *Ley 20 mayo 2021, n. 7, De cambio climático y transición energética*. Si veda, ad esempio, D. FERNÁNDEZ DE GATTA SÁNCHEZ, *La ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética (entre la expectación y una cierta decepción)*, in *Foro, Nueva época*, v. 24, n. 2, 2021, p. 113 ss. La legge tiene di conto degli investitori e dei clienti *retail* che investono in strumenti verdi, sostenendo, tra gli obiettivi, che «*debe ofrecer respuestas solidarias e inclusivas a los colectivos más afectados por el cambio climático y la transformación de la economía, así como facilitar las señales adecuadas para atraer la confianza de los inversores y minorar los riesgos financieros asociados al incremento en el volumen de emisiones de gases de efecto invernadero o a la mayor vulnerabilidad frente a los impactos físicos del cambio climático. Para ello, es imprescindible asegurar las condiciones de contorno que permitan orientar las sendas de cumplimiento, facilitar la estabilidad y predictibilidad necesarias para evitar sobrecostes o la generación de activos cautivos, susceptibles de lastrar el progreso de nuestra economía durante décadas, minimizar los impactos sociales negativos y facilitar el aprovechamiento de oportunidades económicas, al tiempo que se ofrecen medidas de acompañamiento en la transición a los colectivos más vulnerables*».

civile, del mondo accademico e del settore finanziario – per svolgere una funzione di supporto al raggiungimento degli obiettivi dell’*Action Plan*. Il TEG, in una alle competenze dell’Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*, «EIOPA»), dell’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority*, «ESMA») e dell’Autorità Bancaria europea (*European Banking Authority*, «EBA»)⁴⁷, procede allo studio di una migliore integrazione di rischi e fattori di sostenibilità in relazione ai requisiti organizzativi, alle condizioni operative, alla gestione dei rischi, alla *governance* dei prodotti finanziari.

Tutta la normativa fiume, europea e nazionale, che scaturisce dall’introduzione della finanza sostenibile nel mercato, e nel diritto, riconduce la sua disciplina a quattro dimensioni principali, connesse con la tutela del soggetto investitore: (1) comunicazione di informazioni sui prodotti, (2) norme di comportamento (COB), (3) *governance* e intervento sui prodotti e (4) educazione finanziaria.

Il numero di iniziative, sempre orientate sulla linea *soft law* di *Disclosure* aumentano⁴⁸. Basti pensare alle modifiche apportate alla MIFID II (che si vedranno a breve), alla nuova proposta di direttiva sulla *Due Diligence* o al *Final Report of Social Taxonomy*, che cerca di fare uscire dalla marginalità a cui sono, per difficoltà di quantificazione, relegati gli aspetti sociali, senza nominare tutte le normative di settore emanate a livello nazionale da autorità come Banca di Italia, Banco di Spagna, Consob ecc.

3.1. Il regolamento “*Disclosure*”, 2019/2088/UE e gli obblighi d’informazione quale strumento primario di tutela dell’investitore; la MIFID II integrata dalla sostenibilità: prima criticità del modello

In questo rinnovato scenario normativo, gli obblighi informativi segnano il passaggio dal concetto di Responsabilità Sociale di Impresa, orientato alla semplice riduzione delle esternalità, a un ruolo performativo dell’impresa nel generare impatti sociali e ambientali positivi e misurabili.

⁴⁷ La quale, ad esempio, il 6 dicembre 2019, ha pubblicato il suo *Action Plan on Sustainable Finance*, inerente la necessità di un intervento nel settore bancario in relazione ai profili di: (i) strategia e *risk management*, (ii) metriche e informativa, (iii) *stress testing e scenario analysis*, e (iv) trattamento prudenziale (EBA, *EBA Action Plan on Sustainable Finance*, 6 dicembre 2019, in eba.europa.eu).

⁴⁸ A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell’investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell’assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in Riv. dir. banc., 2022, p. 516, spiega tale scelta: «Si ritiene generalmente che gli obblighi d’informazione rappresentino una risorsa “a basso costo” di implementazione per il legislatore. In secondo luogo, si tratta di una strategia di regolazione tradizionalmente percepita come poco invasiva rispetto a modelli di *Command&Control* e che, di conseguenza, gode normalmente di ampia accettazione politica. In ottica sistemica, infine, si presume che una maggiore disponibilità di informazioni nei mercati dovrebbe contenerne la volatilità, aiutando a preservare la stabilità degli stessi». Sulla letteratura classica in merito a vantaggi e svantaggi della politica di informazione si veda fra tutti E. AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse, A Legal and Economic Analysis*, Oxford, 2005, pp. 173-183.

Su questa linea, il Regolamento (UE) 2019/2088⁴⁹, sull’informativa in materia di sostenibilità nel settore finanziario — il c.d. *Sustainable finance disclosure Regulation*, o SFDR, entrato in vigore il 10 marzo 2021 — si prefigge l’obiettivo di ottimizzare la trasparenza del mercato degli investimenti sostenibili e ridurre le asimmetrie informative nelle relazioni tra emittenti, intermediari e investitori finali. Partendo da un approccio pragmatico, in linea con il principio generale del “*Simplicity helps consumers engage*”⁵⁰, la strategia europea punta così ad individuare accuratamente le informazioni da immettere sul mercato (“*minimum standardisation of requirements*”), al fine di scongiurare il rischio di *information overload*, ossia la trasformazione dei prospetti informativi in documenti sovrabbondanti e difficili da comprendere, con l’ulteriore effetto di deresponsabilizzare emittenti e consulenti nei confronti dell’investitore finale.

Il peculiare rilievo dell’informazione, che diviene fattore costitutivo dell’oggetto delle negoziazioni di investimento, si mostra funzionale a consentire la diretta comparazione tra operazioni e prodotti differenti, semplificando la quantificazione dei rischi connessi ai fattori ESG. Le informazioni richieste dalla disciplina in questione, infatti, devono contemplare sia l’eventuale incidenza negativa che questi fattori potrebbero avere sul rendimento economico del prodotto, sia gli effetti negativi sugli stessi delle *policy* d’impresa e le conseguenti strategie di gestione del rischio nella *governance*. Agli obblighi informativi si aggiungono, dunque, doveri fiduciari in capo agli operatori del mercato.

Il Regolamento prevede un elenco dei soggetti sottoposti alla disciplina (attori nel mercato finanziario, intermediari e consulenti), definisce il rischio di sostenibilità come «un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di *governance* che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell’investimento» e identifica i prodotti oggetto di obbligazioni fiduciarie e le condizioni alle quali questi possono qualificarsi come “investimenti sostenibili”⁵¹. Qualora l’investimento fosse tale, questo individua una serie di oneri

⁴⁹ U. GARCÍA GIMÉNEZ y M. ALVAREZ GONZÁLEZ-PALENZUELA, *Nueva normativa de divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros*, in J.M.^a LOPEZ JIMENÉZ e A. ZAMARRIEGO MUÑOZ (dir.), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, cit., p. 911 ss.; D.D. ABATE e A. TRAVANINI, *La trasparenza sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari nel nuovo Regolamento (UE) 2019/2088*, in *dirittobancario.it*, 2019.

⁵⁰ La CONSOB ha, infatti, precisato in chiave interpretativa che detto regolamento non introduce nuove disposizioni ma integra obblighi già previsti che si sostanziano nel dettato dell’art. 21 t.u.f, vale a dire agire nel miglior interesse degli investitori (Richiamo di attenzione del 4.3.2021 n. 3).

⁵¹ Per «investimento sostenibile» si intende, all’art. 2, n. 17: «investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l’impiego di energia, l’impiego di energie rinnovabili, l’utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l’uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l’impatto sulla biodiversità e l’economia circolare o un investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l’integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di

informativi da soddisfarsi nei confronti degli investitori, i quali hanno ad oggetto le caratteristiche, l'impatto, e i rischi dello stesso. Nonostante i principi contenuti nel regolamento siano considerati autosufficienti viene lasciato alla normativa secondaria (*Regulatory Technical Standard*)⁵² la determinazione delle regole di armonizzazione degli obblighi informativi.

Il regolamento, infatti, articola le informazioni su due livelli, informazioni riferite al soggetto/attività (c.d. "*entity level*") e informazioni riferite al prodotto finanziario (c.d. "*product level*"), diversificando tra le informazioni da fornire in fase precontrattuale, quelle da pubblicare sul sito *web* dell'operatore, e l'informativa periodica, da integrare con gli obblighi derivanti da altri *corpora* normativi prima fra tutti la MIFID II⁵³. Con la precisazione che quest'ultima delinea un concetto di "prodotto finanziario" non totalmente sovrapponibile a quello del regolamento perché più ristretto; ciò con tutti i conseguenti problemi di compatibilità che ne derivano.

Tralasciando il gap temporale tra l'entrata in vigore del regolamento e la normativa secondaria, pare che comunque la stessa abbia lasciato irrisolti alcuni aspetti di non poco conto. Da un lato, con riferimento ai rischi cd. transitori, senza chiari *standard* di armonizzazione, gli attori operanti nei mercati finanziari, pur agendo formalmente in linea con le disposizioni di principio stabilite dal regolamento, possono sfruttare i margini di discrezionalità permessi dalle stesse e modulare le proprie comunicazioni

buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali».

I due tipi di investimenti sostenibili sono descritti negli artt. 8 e 9 del reg. SFDR. Art. 8: «Se un prodotto finanziario promuove, tra le altre caratteristiche, caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di tali caratteristiche, a condizione che le imprese in cui gli investimenti sono effettuati rispettino prassi di buona governance [...]». Art. 9: «Se un prodotto finanziario ha come obiettivo investimenti sostenibili ed è stato designato un indice come indice di riferimento [...]».

⁵² Le metodologie e il *layout* di presentazione degli obblighi informativi sono stabilite attraverso il ricorso ad atti di disciplina secondaria quali i *Regulatory Technical Standard* (RTS) da adottarsi presso la Commissione a seguito di definizione da parte delle ESAs²¹. Dopo un prolungato periodo di stasi – dovuto in larga parte alle vicende connesse alla crisi pandemica – questi sono entrati in vigore nel gennaio 2023.

⁵³ L'informativa da fornire in fase pre-contrattuale deve illustrare come i rischi in materia di sostenibilità siano stati presi in considerazione nell'ambito dell'investimento promosso e nella definizione delle caratteristiche del prodotto. Deve, poi, essere diversificata in base al fatto che il prodotto (a) presenti caratteristiche connesse alla sostenibilità, ambientale o sociale pur senza promuovere direttamente un investimento sostenibile (c.d. prodotti *light green*); (b) abbia come proprio obiettivo primario la promozione di un investimento sostenibile (c.d. prodotti *dark green*); ovvero (c) abbia effetti pregiudizievoli in termini di sostenibilità (c.d. altri prodotti o prodotti *brown*). In ognuno di questi casi, l'informazione deve essere, naturalmente, completa ed esaustiva; inoltre, qualora i rischi in materia di sostenibilità connessi al prodotto non siano ritenuti rilevanti, è necessario darne espressa giustificazione (approccio c.d. *comply or explain*). È poi previsto che alcune informazioni in merito alla sostenibilità dei prodotti negoziati siano presenti altresì sul sito *web* dell'operatore: in particolare, ai sensi della SFDR, il sito *web* del *market agent* dovrà contenere una chiara descrizione delle caratteristiche dei prodotti, informazioni in merito alla metodologia utilizzata per valutarne, misurarne e monitorarne l'impatto in termini di sostenibilità, nonché relative alle basi dati utilizzate per classificare i prodotti ai sensi della SFDR. Si prevede altresì che tali informazioni siano oggetto di aggiornamento periodico e tempestivo, con chiara esplicitazione delle ragioni alla base di ogni emendamento successivo alla loro pubblicazione. Da ultimo, una descrizione di come e in che misura i prodotti finanziari presenti in un portafoglio raggiungano o promuovano obiettivi connessi alla sostenibilità sociale o ambientale deve altresì essere fornita regolarmente nell'informativa periodica destinata agli investitori.

a danno degli investitori, disperdendo strategicamente informazioni essenziali sui tre piani di *disclosure*⁵⁴.

A livello strutturale, dubbia appare l'efficacia di costruire una informativa multi-canale che genera comunque dispersione informativa e costi per ricercare l'informazione, imponendo attraverso il modello “*comply or explain*” la necessità di fornire specifici chiarimenti ogniqualvolta i profili connessi alla sostenibilità di un prodotto siano ritenuti non rilevanti o non siano tenuti in considerazione dall'emittente o l'intermediario.

Evidentemente, l'integrazione dei fattori ESG nelle scelte di investimento postula una radicale rivisitazione delle tecniche con le quali usualmente si valutano l'adeguatezza e l'appropriatezza del prodotto; tecniche che adesso debbono inglobare, accanto alle considerazioni di carattere economico finanziario, anche preferenze non finanziarie che fanno capo all'investitore. Le stesse, infatti, imprimono una significativa torsione funzionale all'intero «ciclo vitale» delle attività finanziarie: una volta che l'emittente ha immesso il prodotto sul mercato, identificando il *target* di riferimento, sull'intermediario distributore grava il compito di vagliare la compatibilità del prodotto con le esigenze dell'investitore. Detto compito viene assolto dalla regola di adeguatezza a mezzo della quale vengono raccolte informazioni circa le conoscenze e le esperienze del cliente, nonché la sua situazione finanziaria e i relativi obiettivi di investimento, tenendo conto della predisposizione al rischio e della capacità di sostenere perdite. In questo quadro, le preferenze ESG potrebbero alterare la valutazione iniziale del *target* di mercato incidendo, in positivo o negativo, sul profilo di rischiosità.

L'impatto degli obblighi informativi, pertanto, va ben oltre la mera *disclosure*, dato che la comunicazione al pubblico delle informazioni richieste non è altro che il risultato finale di un processo che implica l'ingresso dei fattori ESG in tutte le fasi più rilevanti dei processi aziendali di strutturazione, promozione e vendita di prodotti finanziari. Per tale ragione il coevo Regolamento (UE) 2019/2089 ha introdotto una distinzione chiara tra indici di riferimento UE di transizione climatica e indici di riferimento UE allineati con l'Accordo di Parigi, prevedendo che l'obbligo di valutare le preferenze dell'investitore in materia ambientale e sociale e in materia di *governance* delle imprese i cui titoli entrano nel suo portafogli (o che gli vengono consigliati nell'ambito del rapporto di consulenza) rientri nella valutazione di adeguatezza del servizio. Di conseguenza, l'intermediario collocatore è anche chiamato a ricostruire tanto il profilo di sostenibilità del cliente quanto il rischio di sostenibilità dell'investimento offerto. Potrebbe verificarsi che il profilo ESG e il profilo di rischio del cliente non

⁵⁴ Come giustamente fa notare A. DAVOLA, *op.ult.cit.*, p. 528, l'esistenza di una tale normativa di principio potrebbe favorire una sorta di «percezione di legittimità» da parte dell'investitore nei confronti dei prodotti presentati in conformità alla SFDR – pur in assenza di stringenti *standard* per operare tale *assessment* e per distinguere le diverse tipologie di prodotti sostenibili –, incentivando le imprese a fornire indicazioni imprecise suscettibili di integrare fenomeni di *greenwashing*.

collimino; detto contrasto potrebbe tuttavia essere evitato grazie al fatto che le informazioni di carattere non finanziario dovrebbero essere raccolte dopo che è stato ricostruito il profilo di rischio⁵⁵.

In quest'ottica, è inevitabile giungere alla rivisitazione della disciplina della MIFID II⁵⁶, quantomeno sul piano degli obblighi informativi alla clientela. La riforma passa attraverso il Regolamento delegato (UE) 2021/1253⁵⁷ il quale si propone l'obiettivo di integrare rischi e preferenze di sostenibilità tra i requisiti organizzativi delle imprese di investimento, collocare i rischi di sostenibilità tra quelli organizzativi e integrare fattori, rischi e preferenze di sostenibilità nella *product governance*, ossia quanto a profilazione del cliente e adeguatezza del servizio. Della stessa si è detto che tende a risolvere le problematiche relative alla comparabilità e comprensibilità del contenuto informativo ma non si occupa del miglioramento dell'educazione finanziaria del soggetto investitore. La trasparenza che promuove è un mezzo che non ha altro fine che raggiungere l'equilibrio tra la salvaguardia della libertà contrattuale e la tutela del cliente⁵⁸.

Come già è stato accennato, la MIFID II punta alla implementazione della tutela del cliente, imponendo agli intermediari stringenti regole di condotta e intervenendo con nuove regole di *product governance* e *product intervention* che, attraverso una "mappatura dei prodotti"⁵⁹, responsabilizzino gli emittenti ed i distributori durante tutto il ciclo vitale del prodotto, dalla ideazione al post-vendita⁶⁰. In particolare, si è stabilita una disciplina più puntuale sulla valutazione di adeguatezza, aggiungendo nella profilatura degli obiettivi di investimento non solo la tolleranza al rischio ma anche alle perdite.

⁵⁵ M. COSSU, *Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario*, in *Banca impr. soc.*, 2022, p. 433 ss.

Le implicazioni negative di una valutazione per gradi verranno esaminate più avanti con maggiore attenzione.

⁵⁶ La dottrina sulla MIFID II è sconfinata. Senza pretesa di completezza, in Spagna, I. FERNANDEZ-MONTES PRIETO, *Normativa sobre instrumentos financieros (MIFID II) fondos de inversión socialmente responsables*, in J.M.^a LOPEZ JIMENÉZ e A. ZAMARRIEGO MUÑOZ (dir.), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*; A. AGUERO ORTIZ, *Nuevas obligaciones informativas introducidas por MiFID II. Estudio comparativo*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2017; M.J. BLANCO SÁNCHEZ, *Análisis del deber precontractual de información en la contratación de servicios financieros a la luz de MiFID II: un impulso para la transformación digital del sistema financiero*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2019; L. FERRANDO VILLALBA, *Extensión y límites del deber de informar al inversor en MiFID II: conflictos de interés y asesoramiento financiero*, cit.; P. IÑIGUEZ ORTEGA, *Los deberes de información de las entidades comercializadoras de servicios financieros «MiFID» II como medio de protección del inversor no profesional*, in *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2017; J. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, *La sostenibilidad del sistema financiero: sentido e impacto del factor regulatorio*, in *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, 2013; F. ANNUNZIATA, *Il recepimento della MIFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 1100 ss.

⁵⁷ Primi cenni in M. LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Dir. comm. int.*, 2023, p. 63 ss.

⁵⁸ P.J. BUESO GUILLEN, *Obligaciones comunes de información a los mercados de las instituciones de inversión colectiva*, in AA. VV., *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*, Cizur Menor, 2019, t. 1, pp. 1262-1263; M.P. GARCÍA RUBIO, *La información precontractual. Buenas intenciones, cuestionables medios*, in AA. VV., *Codificación del Derecho Contractual en el Derecho Civil Catalán*, Madrid, 2015.

⁵⁹ C. ROBUSTELLA, *La tutela rafforzata dell'investitore nella MIFID II*, in *Juscivile*, 2019, p. 50.

⁶⁰ S. MORLINO, *La product Governance nel regime Mifid 2*, in *dirittobancario.it*, 2015, p. 8 ss., sostiene che la disciplina del governo di prodotti propone una regolamentazione della tutela del cliente anticipata alla fase di creazione del prodotto.

Quest'ultima, impone all'intermediario una valutazione oggettiva della sostenibilità finanziaria dell'investimento da parte del cliente, che andrà necessariamente appurata determinando i livelli di perdite che il cliente è in grado di fronteggiare, in base alla compatibilità con la sua situazione economico-finanziaria, presente e futura e tali, quindi, da non compromettere il perseguimento dei suoi obiettivi di investimento.

Completa il quadro ante-riforma la disciplina sui conflitti di interessi, finalizzata a salvaguardare l'equità, perseguire l'efficienza e far fronte ai limiti cognitivi degli investitori; i suddetti conflitti devono ora essere non soltanto identificati e gestiti ma, se possibile, evitati, inserendo previsioni analitiche e puntuali, per disciplinare il processo di identificazione e gestione degli stessi⁶¹.

Le regole di dettaglio accennate fanno emergere una velata intolleranza alla libertà contrattuale, anche se interpretata come iniziativa⁶². Il perseguimento del miglior interesse del cliente, previsto per legge (art. 21 t.u.f.), correlato all'incapacità di quest'ultimo di comprendere a pieno le specifiche tecniche dei prodotti per mancanza di competenza professionale, lascerebbe una certa discrezionalità, anche negoziale, in capo all'intermediario. La normativa però costruisce un sistema di contrattazione, relativa agli investimenti, da cui emerge una libertà limitata, perché vincolata nei fini. Tale ricostruzione si riverbera nella teoria dottrinale che rinvia la figura dell'intermediario finanziario all'istituto dell'«ufficio di diritto privato»⁶³, una istituzione non nuova⁶⁴ che, tuttavia, applicata in questo settore,

⁶¹ Art. 33 reg. delegato, le ipotesi di conflitto di interesse: i) potrebbero realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria a spese del cliente, ii) hanno nel risultato del servizio prestato al cliente o dell'operazione realizzata per suo conto un interesse distinto da quello del cliente, iii) hanno un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare gli interessi di un altro cliente o gruppo di clienti rispetto a quelli del cliente interessato, iv) svolgono la stessa attività del cliente, e v) ricevono o riceveranno da una persona diversa dal cliente un incentivo in relazione con il servizio prestato al cliente, sotto forma di benefici monetari o non monetari o di servizi. Cfr. J.R. BOATRIGHT, *Financial Services*, in M. DAVIS - A. STARK (a cura di), *Conflict of Interest in the Professions*, Oxford, 2011, pp. 217-236.

⁶² «Non il potere di autoregolamentazione, ma quello di iniziativa e di impulso (...) caratterizza gli atti e le attività (...) dei privati»: così P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, cit., p. 139; ID., *I mobili confini dell'autonomia privata*, in ID., *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2003, p. 20.

⁶³ R. DIRAIMO, *Ufficio di diritto privato, natura del «potere» dispositivo e fondamento variabile dell'iniziativa negoziale*, in A. GORASSINI e R. TOMMASINI (a cura di), *I Maestri del Diritto Civile. Salvatore Pugliatti*, Napoli, 2016; ID., *Categorie della crisi economiche e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 2014, il quale specifica che in origine «la figura dell'ufficio di diritto privato svolge la funzione di separare pubblico e privato, ovvero di confermare la correlativa irriducibile distanza, riconducendo all'area del diritto pubblico funzioni, quali quelle del tutore o del curatore fallimentare, che difficilmente si conciliano con lo spirito del diritto privato costruito sul paradigma del diritto soggettivo. In questa prospettiva, la qualificazione semplicemente descrive (ovvero sintetizza linee di descrizione tracciate a monte dell'individuazione del regime normativo), non esprime alcun valore costruttivo, opera un regolamento di confine e non aggiunge nulla ai contenuti degli istituti nell'ambito dei quali viene operata. È conseguente all'individuazione (della titolarità) dell'interesse perseguito, se privato o prevalentemente pubblico». Nel diritto civile, trova sede nell'istituto della rappresentanza legale. Tuttavia, l'ufficio preesiste alla rappresentanza la quale è strumento eventuale per perseguire le finalità previste dall'ordinamento.

⁶⁴ S. PUGLIATTI, *Esecuzione forzata e diritto sostanziale* (1935), rist. Camerino, 1978, p. 23 s., il quale ne ravvisa il carattere essenziale nella strumentalità del potere attribuito al suo titolare. Qui il potere non basta a sé, giacché «il prius è il dovere» e «la funzione (...), compresa tra i due poli del dovere e del potere, presuppone come

impatta sul profilo sistematico dell'area del suo agire funzionale; quest'ultima recepisce caratteristiche di discrezionalità e di alienità dell'interesse da perseguire (ovvero dall'oggettività della funzione in ragione della quale la legge conforma il potere di agire del soggetto), «la quale esclude l'efficace utilizzo del criterio di autoreponsabilità, oltre che di indisponibilità dell'interesse, giacché – a differenza del semplice agire nell'interesse altrui, proprio, ad esempio, della rappresentanza volontaria – lo stesso titolare dell'interesse (*id est* il cliente) non ne può disporre liberando l'intermediario dai suoi vincoli funzionali. Di conseguenza, la contrattazione finanziaria, così come costruita nella MIFID e negli altri regolamenti, vede soggetti che non rispondono ai caratteri di capacità e libertà, essenziali nella connotazione degli schemi codicistici del contratto quale modello di esercizio del potere di autoregolamentazione privata. Già soltanto per questo, il sistema dei principi e delle regole si presenta ben disomogeneo rispetto al paradigma consolidato del consenso contrattuale nell'esperienza civilistica»⁶⁵.

Il tema dell'informazione nella MIFID II, quindi, viene parzialmente superato dalla prevalenza della consulenza dell'intermediario, soggetto necessario della negoziazione al quale la legge affida il perseguimento dell'interesse del cliente, attraverso l'elaborazione critica delle informazioni in ragione dello specifico interesse ascrivibile alla controparte. La MIFID II afferma che base del mercato non è l'informazione, bensì la fiducia, e ciò soprattutto in una realtà quale quella dei mercati dei prodotti finanziari sostenibili in cui, prima ancora che nell'intermediario, la fiducia viene riposta nel progetto ambientale o sociale in cui si sta investendo, la cui riuscita per sua stessa natura è quasi-totalmente aleatoria⁶⁶.

Ciò ovviamente non nega in assoluto il ruolo dell'informazione, strategia portante di tutta la normativa finora studiata e con la quale occorre continuare a convivere. La corretta ed equilibrata circolazione di informazioni a livello di sistema e nei rapporti tra operatori professionali nonché a beneficio degli attori istituzionali resta una condizione essenziale per la funzionalità dei mercati. D'altra parte, la salute dei mercati sussiste in quanto fondata sulla loro trasparenza, e ciò è maggiormente vero nei mercati finanziari dove la quantità e la qualità delle informazioni è fattore costitutivo, in via diretta

base e piedistallo l'ufficio». V., inoltre, ID., *Il conflitto di interessi tra principale e rappresentante*, in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, p. 87 ss. Sul punto, si rinvia alle argomentazioni svolte in R. DI RAIMO, *Autonomia privata e dinamiche del consenso*, cit., p. 69 ss., nota 169.

⁶⁵ R. DI RAIMO, *Considerazioni sull'art. 2645-ter c.c.: destinazione di patrimoni e categorie dell'iniziativa privata*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, p. 975, ove si richiama l'attenzione sulla diversità dell'«agire nell'interesse altrui» dall'agire funzionale, atteso che nel primo (che trova l'esempio classico nella rappresentanza volontaria) l'interesse tutelato resta identico e pienamente disponibile per il rappresentato, mancando «l'atto di disposizione tale da oggettivare l'interesse quale elemento conformativo della situazione giuridica». Per converso, quest'ultimo è il connotato caratterizzante l'agire funzionale.

⁶⁶ D'altronde, una componente di «rischio», di aleatorietà del risultato è sempre associata ad ogni operazione sul mercato degli investimenti e non può essere eliminata, al punto che, come sostiene F. CAVAZZUTI (*Conflitti di interesse e informazioni asimmetriche nella intermediazione finanziaria*, in *Banca impresa soc.*, 1989, p. 358) «su questo mercato anche le vedove e gli orfani potranno dunque continuare a perdere i loro averi».

o indiretta, degli stessi valori oggetto delle negoziazioni. Se, dunque, nel rapporto con il cliente la nuova normativa risponde all'esigenza di affidabilità degli intermediari nell'esecuzione di attività qualificabili come di consulenza, in cui di fatto avviene la sostituzione all'apprezzamento del cliente nella logica del potere funzionale, nella disciplina dell'attività in sé l'informazione continua ad essere portante⁶⁷.

La conseguenza di questa ricostruzione è una modifica della direttiva che traduca la *best execution rule* anche dal lato della sostenibilità, intervenendo soprattutto nell'introduzione delle preferenze di sostenibilità sotto il profilo della adeguatezza, e nell'aggregazione delle stesse anche per i clienti già profilati; la loro integrazione deve essere tenuta di conto per il peso che le medesime potrebbero assumere anche nel conflitto di interessi tra imprese di investimento e investitore⁶⁸.

L'art. 1 del Regolamento (UE) 2021/1253 modifica l'art. 54, par. 2, lett. a), del regolamento delegato (UE) 2017/565 o MiFID II prevedendo che «le imprese di investimento ottengano dai clienti o potenziali clienti le informazioni di cui necessitano per comprendere... se la specifica operazione da raccomandare... corrisponde alle sue eventuali preferenze di sostenibilità», precisando inoltre al par. 10 che «l'impresa di investimento non raccomanda né decide di negoziare strumenti finanziari come rispondenti alle preferenze di sostenibilità di un cliente o potenziale cliente se essi non soddisfano tali preferenze». Gli stessi possono essere negoziati, dietro accordo con il cliente, solo a seguito di esplicita menzione di non rispondenza a quanto richiesto da quest'ultimo relativamente alle preferenze ESG.

Come è stato notato, sembrerebbe che solo tenendo conto tali preferenze come completamento della clausola di adeguatezza ed integrazione del servizio di consulenza si potrebbe parlare di rispetto del *best interest* del cliente. Al punto che si potrebbe suggerire la valutazione di accantonamento di capitale di rischio nell'ipotesi in cui non venissero garantiti gli *standard* ESG promessi.

Ma se l'art. 2, punto 7, del Regolamento MiFID II definisce tali preferenze «la scelta, da parte di un cliente o potenziale cliente, di integrare o meno, e se sì in che misura, nel suo investimento... uno o più strumenti finanziari che rispondano ai requisiti minimi di un investimento sostenibile o ecosostenibile...», ammette quindi che il cliente possa non manifestare queste preferenze oppure optare

⁶⁷ R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 2014.

⁶⁸ In realtà, ante riforma, l'aggiornamento ESG anche nella disciplina dei conflitti di interessi è stato oggetto di numerose critiche. In primo luogo i conflitti di interesse sarebbero già disciplinati in senso lato da MiFID II, e pertanto anche i fattori ESG sarebbero implicitamente inclusi in disposizioni già esistenti. Inoltre, la prevenzione delle pratiche di *misselling* dovrebbe essere trattata con altri strumenti, ad esempio nell'ambito dei processi di consulenza e di *product governance*. Ancora, la nozione di conflitto di interessi che potrebbe sorgere in relazione ad aspetti legati alla sostenibilità non sarebbe adeguatamente definita, anche perché mentre gli stessi in materia ESG sono legati al rendimento degli investimenti, gli articoli del testo delegato si riferirebbero ai conflitti di interesse tra le parti.

Come ha fatto notare ESMA (ESMA, *Documento di consultazione sull'integrazione dei rischi e dei fattori di sostenibilità nella direttiva OICVM e nella direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, 2018), i conflitti di interesse potrebbero derivare da «remunerazione o operazioni personali del personale interessato, nonché da qualsiasi fonte di conflitti che potrebbe dar luogo a (pratiche di) *greenwashing*, *mis-selling*, scorretta rappresentazione di strategie di investimento o *churning*» (su tutto, v. M. SIRI, S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, cit., p. 31 s.).

per un investimento che riguarda attività ecosostenibili in minima parte. Problematica maggiormente sentita quando il servizio sia reso su base automatizzata o semi-automatizzata (ossia con sistemi elettronici che creano il piano investimenti ideale, impedendo l'acquisto di strumenti che, per l'algoritmo, sono inadatti).

Le «preferenze di sostenibilità» intervengono inoltre a valle della «valutazione di adeguatezza» finanziaria, rappresentando così preferenze di secondo grado, in modo tale che un prodotto, inadeguato dal punto di vista del profilo tradizionale di rischio/rendimento elaborato in capo al cliente, non gli venga consigliato nonostante corrisponda agli obiettivi ESG espressi dal cliente. Parte della dottrina sostiene questa valutazione per gradi corretta, in quanto «scindere le “preferenze di sostenibilità” dalla “valutazione di adeguatezza” non significa soltanto proteggere il cliente da un *mismatch* tra prodotto finanziario da una parte e profilo di rischio e rapporto rischio/rendimento dall'altra, ma anche proteggere l'intermediario da responsabilità rispetto all'eventuale errata valutazione delle preferenze di sostenibilità del cliente»⁶⁹.

Vi è da dire, inoltre, che il modello improntato ad una granularità crescente delle informazioni assunte dall'operatore, comunque, non è funzionale al cliente *retail* e consumatore, sia perché richiede un grado di educazione e consapevolezza finanziaria, sia perché non è detto che almeno uno dei prodotti proposti dall'operatore sia adeguato al cliente in termini finanziari e nello stesso tempo congeniale alle sue preferenze di sostenibilità.

3.2. Seconda criticità del modello: il problema della giustiziabilità dei fattori etici: la soluzione europea della Tassonomia *green* e *social* (regolamento 2020/852/UE e *Final Report Social Taxonomy*)

Le maggiori difficoltà nella costruzione di un sistema normativo, che equilibri tutela dell'investitore con la conservazione dell'efficienza del mercato, si riscontra nel tentativo di introduzione “a tavolino” di una tassonomia, unica e condivisa, di metriche e valori, in grado di individuare i parametri valutativi della sostenibilità, tanto dell'attività di impresa quanto dei prodotti sostenibili, tanto del rischio a monte quanto dell'impatto a valle. La stessa avrebbe un fine nobile: l'elusione del rischio sistemico di trasformare la sostenibilità in un'etichetta avente il solo fine di attrarre risorse finanziarie sfruttando generici e indeterminati scopi “ego-altruistici” degli investitori; ossia di rifuggire da fenomeni di c.d. *greenwashing* e *socialwashing* quali pratiche di etichettare e commercializzare prodotti finanziari come “verdi” o “sociali” senza che questi, realmente, soddisfino gli *standard* sostenibili di base. Un obiettivo tanto ambizioso quanto necessario: la creazione di indici e parametri *standard* che rendano quantificabile e quindi “monetizzabile” il fattore “etico” (sociale o ambientale che sia) incorporato

⁶⁹ M. COSSU, *Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario*, cit., 2022, p. 433 ss.

nell'investimento attiene alla "giustiziabilità" dello stesso nell'ambito contrattuale, ossia alla capacità di "pesare" il rilievo dell'interesse non patrimoniale del cliente anche e soprattutto in fase patologica. L'indicatore numerico, inoltre, permette agli investitori di "calcolare" il rapporto rischio/reddittività nei prodotti di *impact investing*; l'approccio quantitativo, nell'ottica della singola operazione, riduce i costi di valutazione e "raffredda il contenzioso"⁷⁰. Liquidità e standardizzazione permettono la comparabilità tra prodotti e, ovviamente, risultati.

Di contro, l'assenza di una tassonomia comune può portare a diversi effetti negativi, tra cui «(a) lo sviluppo di prodotti che sostengono erroneamente di essere sostenibili, (b) fraintendimenti e aspettative insoddisfatte, (c) controversie legali tra clienti e società di investimento/fondi, (d) rischio di *crowding* o *bubble effect* all'interno di determinate classi di investimenti, ed (e) creazione di ostacoli allo sviluppo di prodotti paneuropei e all'esportazione di prodotti UE in giurisdizioni extra UE»⁷¹. Può, altresì, generare l'effetto contrario di cd. *Green bleaching*, nel quale i gestori di fondi investono in attività sostenibili ma si astengono dal dichiararlo per evitare i problemi di dati derivanti dagli obblighi di divulgazione. Questo capita, ad esempio, con i fondi di *private equity* che hanno una struttura a fondo di fondi. Questi dipendono dalla divulgazione dei dati di tutti i fondi sottostanti. Poiché spesso tali dati non sono ancora disponibili, perché non univoci, il fondo stesso preferisce non fare dichiarazioni sulla sostenibilità.

Il compito tassonomico, dunque, viene assolto in parte dal Regolamento (UE) 2020/852⁷², cd. Regolamento Tassonomia il quale, con riferimento esclusivo al fattore ambientale, istituisce il primo sistema al mondo di classificazione delle attività economiche ecosostenibili, individuando sei obiettivi ambientali cui queste devono aspirare e si sofferma sull'importanza di elaborare una tassonomia dei prodotti finanziari sostenibili, e il relativo indice di ecosostenibilità⁷³.

Recentemente, è stato aggiornato con il regolamento delegato (UE) 2021/2139, dedicato ai *technical screening criteria* per i primi due obiettivi ambientali (mitigazione e adattamento ai cambiamenti climatici) e con il Regolamento delegato (UE) 2021/2178, che integra il Regolamento tassonomia, precisando le informazioni che le imprese obbligate a redigere la DNF (dichiarazione non finanziaria)

⁷⁰ C. MIGNONE, *Finanziarizzazione del welfare e funzione degli atti di autonomia*, cit., p. 586.

⁷¹ M. SIRI, S. ZHU, *op. ult. cit.*, p. 16.

⁷² Si v. il 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. Ivi, al Considerando n. 4, si dice che «la sostenibilità e la transizione a un'economia sicura, climaticamente neutra, resiliente ai cambiamenti climatici, più efficiente in termini di risorse e circolare sono fondamentali per garantire la competitività dell'economia dell'Unione nel lungo termine»; al Considerando n. 5 che «il gruppo di esperti di alto livello, nella relazione pubblicata il 3 gennaio 2018, sollecita la creazione di un sistema di classificazione tecnicamente solido a livello dell'Unione per fare chiarezza su quali attività possano essere considerate "verdi" o "sostenibili", partendo dalla mitigazione dei cambiamenti climatici».

⁷³ J.A. SALIDO VILLATORO, *Sistema de clasificación (taxonomías) relacionados con las finanzas sostenibles*, in J.M.^a LOPEZ JIMÉNEZ e A. ZAMARRIEGO MUÑOZ (dir.), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, cit., p. 877 ss.; J.M. DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, J.M. LÓPEZ JIMÉNEZ, *El nuevo paradigma de las finanzas sostenibles: consideraciones generales*, cit., p. 119.

sono tenute a fornire in merito alle attività economiche ecosostenibili, e specificando gli indicatori fondamentali (KPI)⁷⁴.

Ovviamente, in un primo momento, per questioni di urgenza ma, soprattutto, di semplicità di calcolo, le riflessioni sui profili ESG sono state pressoché integralmente assorbite dalle questioni relative alla sostenibilità ambientale, lasciando al margine i fattori sociali. Una lacuna a cui si è tentato di ovviare nel febbraio 2022 con l'introduzione del *Final Report of Social Taxonomy*, un progetto ambizioso ma dagli esiti dubbi, il cui obiettivo primario è di valutare l'estensione della tassonomia agli obiettivi sociali, in conformità con l'articolo 26(2)(b) del Regolamento sulla tassonomia *green*⁷⁵, perseguendo la creazione di una «regola aurea»⁷⁶ che, stabilita di comune accordo, possa fornire agli investitori le informazioni sugli «impatti sociali positivi». Un compito arduo, vista la maggiore difficoltà di

⁷⁴ Regolamento delegato (UE) 2021/2139 della Commissione, del 4 giugno 2021, che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale, disponibile in eur-lex.europa.eu/legal-content/it/txt/?uri=celex%3a32021r2139 e Regolamento delegato (UE) 2021/2178 della Commissione del 6 luglio 2021 che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio precisando il contenuto e la presentazione delle informazioni che le imprese soggette all'articolo 19 bis o all'articolo 29 bis della direttiva 2013/34/UE devono comunicare in merito alle attività economiche ecosostenibili e specificando la metodologia per conformarsi a tale obbligo di informativa, disponibile al sito eur-lex.europa.eu/legal-content/it/txt/?uri=celex:32021r2178.

In Spagna, la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV) ha pubblicato el “*Informe sobre los desgloses relativos a la Taxonomía Europea. Ejercicio 2022*”, nel quale «*A partir de los datos desglosados por las empresas emisoras, este documento describe el grado de elegibilidad y alineamiento con la taxonomía sobre el cambio climático de las actividades económicas de los emisores de valores españoles admitidos a negociación en mercados regulados de la UE*» (in cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/OTROS/Informe_Taxonomia_2022.pdf).

⁷⁵ Lo stesso report delinea le tre differenze tra le due tassonomie. Le attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale tendono a ridurre gli impatti ambientali negativi o a invertirli attraverso la cattura del carbonio o il ripristino degli ecosistemi. Tuttavia, le attività economiche tendono ad avere benefici sociali intrinseci, in quanto creano posti di lavoro, forniscono formazione, contribuiscono alle tasse, rafforzano la protezione sociale e forniscono prodotti e servizi socialmente utili. Ciò significa che, per quanto riguarda gli obiettivi sociali e la definizione di contributi sostanziali, il ruolo della tassonomia è quello di distinguere tra i benefici sociali intrinseci e aggiuntivi delle attività economiche. Le basi della tassonomia ambientale sono le scienze naturali e i quadri internazionali come l'Accordo di Parigi. I criteri per la tassonomia ambientale sono stati generalmente sviluppati sulla base di risultati di ricerca scientificamente validati. Una tassonomia sociale, tuttavia, non può basarsi allo stesso modo sulla scienza. Mentre la scienza alla base dei cambiamenti climatici fornisce risposte chiare sui requisiti di riduzione della CO₂, questa non è sistematicamente in grado di svolgere un ruolo simile per i fattori sociali. E sebbene le scienze sociali siano ricche di ricerche sui fenomeni sociali che possono influenzare lo sviluppo di una tassonomia sociale, la scienza non può svolgere lo stesso ruolo che svolge nella tassonomia ambientale. potrebbe essere più difficile - almeno inizialmente - sviluppare criteri quantificabili per una tassonomia sociale che per una tassonomia ambientale. Questo perché, per quanto riguarda i temi ambientali (e in particolare la mitigazione dei cambiamenti climatici), la ricerca scientifica permette di attribuire alle attività economiche criteri quantitativi molto rilevanti. Al momento, invece, la sostenibilità sociale è spesso descritta in termini più qualitativi. Come è stato sostenuto a tal proposito, «l'impatto sociale è un concetto multilivello e multidimensionale; di conseguenza, la sua misurazione è una sfida impegnativa anche all'interno di programmi di ricerca (di natura accademica o più di policy) e lo è ancor di più nell'attività di redazione di rapporti sul tema da parte delle organizzazioni stesse» (A. NICHOLLS, J. NICHOLLS, R. PATON, “*Measuring Social Impact*”, in A. NICHOLLS, J. EMERSON, R. PATON (eds.), *Social Finance*, Oxford, 2015).

⁷⁶ Così definita dal Cese, Parere del Comitato economico e sociale europeo sul tema: «Tassonomia sociale – Sfide e opportunità» (2022/C 486/03) in GUUE, 21 dicembre 2022, C 486/15.

indicizzare condizioni quantitativamente non misurabili quali, ad esempio, la qualità del lavoro, la discriminazione di genere, il rispetto dei diritti umani⁷⁷. Problematiche di cui non fa mistero lo stesso *report* in cui si evidenzia il rischio di non poter definire le attività come socialmente sostenibili o come socialmente dannose, poiché ciò dipende dal contesto. Nell'area sociale, il contesto è prevalentemente definito a livello nazionale, anche attraverso il sistema di relazioni industriali. Inoltre, molti degli obiettivi di una tassonomia sociale andrebbero al di là delle competenze dell'UE (ad esempio, in materia di contrattazione collettiva, salari, ecc.)⁷⁸. Questi temi sono esempi di argomenti in cui una tassonomia sociale potrebbe essere inappropriata, in particolare a causa della loro natura prescrittiva e dettagliata. Come è stato correttamente affermato, possa piacere o meno, «ci sono impatti che sono positivi o negativi non in base a leggi scientifiche, ma in base alla struttura di una società, alla sua tradizione, ai sentimenti che la animano, alla sua cultura. Ci sono interessi, beni e prestazioni che sono essenziali per lo sviluppo umano e la cui misurazione in numeri, secondo questo o quell'indicatore, può essere foriera di conflitti e disuguaglianze»⁷⁹.

Si è affermato, allora, che affinché una tassonomia sociale funzioni davvero come strumento per indirizzare i flussi di capitale verso attività e imprese che apportano contributi sociali sostanziali, i criteri devono essere più specifici⁸⁰. La presente proposta raccomanda un approccio ampio alla tassonomia sociale, includendo attività socio-economiche come l'edilizia sociale, l'assistenza sanitaria, l'istruzione e gli sforzi per ridurre i risultati negativi (e massimizzare quelli positivi) per i tre gruppi di *stakeholder*

⁷⁷ G. PASI, *Il mito delle metriche. Impact investing: perché una presentazione quantitativa di un valore conta, ma anche un po' di relativismo non fa male*, 25 giugno 2015, in *secondowelfare.it*: la ricerca di metriche per la misurazione dell'impatto sociale «quanto più possibile oggettive» sembra dimenticare «ogni misura è determinata in funzione dello scopo per il quale si intende misurare e dalla posizione che il soggetto "misurante" assume rispetto al "misurato».

⁷⁸ Nel *Final Report on draft Regulatory Technical Standards on the review of PAI and financial product disclosures in the SFDR Delegated Regulation*, 4 December 2023, JC 2023 55, quale consultazione pubblica sulla proposta di revisione del Regolamento SFDR avviata dalle Autorità europee di vigilanza, gli intervistati affermano «che il concetto di salario adeguato non sia sufficientemente definito» e che «spetti agli Stati membri stabilire se i datori di lavoro pagano un salario adeguato». Stessa risposta per i sindacati «la sindacalizzazione varia da un Paese all'altro e non spetta alle autorità competenti per i mercati finanziari attuare un unico approccio prescrittivo alle attività sindacali».

⁷⁹ C. MIGNONE, *La finanza sociale tra tecnica ed ermeneutica*, cit., p. 17. L'autore riprende, a sua volta, V. TONDI DELLA MURA, «... de' remi facemmo ali al folle volo»: i rischi dell'imprudenza nei lavori del Comitato per la determinazione dei Livelli essenziali delle prestazioni, in *federalismi.it* (paper del 9 agosto 2023), il quale, con riferimento ai Lep (livelli essenziali di prestazione) sottolinea come «la politicità della determinazione dei Lep non può rimanere sottotraccia; non può essere frammezzata e diluita dagli apporti della componente tecnica; non può eludere i precisi confini imposti dal sistema costituzionale della produzione delle regole giuridiche».

⁸⁰ Lo strumento che ha riscosso finora maggiore successo, al punto da essere stato utilizzato su larga scala a livello internazionale, è lo SROI (*Social return on investment*). Si tratta di un *framework* sviluppato su iniziativa del Governo del Regno Unito a partire dal 2008, finalizzato a valutare in termini monetari costi, benefici ed eventuali conseguenze negative di un'attività. Una completa panoramica sugli strumenti e sugli approcci utilizzati a livello internazionale in S. ZAMAGNI, P. VENTURI e S. RAGO, *Valutare l'impatto sociale. La questione della misurazione nelle imprese sociali*, in *Riv. impr. soc.*, 2015, p. 83 ss.; M.J. EPSTEIN e K. YUTHAS, *Measuring and Improving Social Impacts. A Guide for Nonprofits, Companies, and Impact Investors*, San Francisco, 2014, p. 116 ss.; M. ARVIDSON, F. LYON, S. MCKAY e D. MORO, *'Valuing the Social? The nature and controversies of measuring Social Return on Investment (SROI)'*, in *Voluntary Sector Rev.*, 2013, p. 3 ss.

interessati: lavoratori, utenti finali e comunità. Una tassonomia sociale si aggiungerà certamente agli obblighi di rendicontazione e divulgazione che le imprese devono già affrontare in base alle proposte di CSRD, SFDR e al regolamento sulla tassonomia. Soprattutto perché attualmente esistono solo pochi indicatori sociali standardizzati sui quali le imprese sono solite fare rapporto. Per alcuni c'è il rischio che una tassonomia sociale abbia un impatto che va oltre l'investimento sostenibile, in quanto i criteri eletti dalla stessa potrebbero essere utilizzati anche per decidere su finanziamenti e sovvenzioni dell'UE. Se questo fosse l'uso a cui si tende, l'impatto sulle imprese sarebbe più forte e di più ampia portata rispetto a quello che si avrebbe se la tassonomia fosse utilizzata solo dagli investitori privati.

La varietà e la settorialità degli approcci di valutazione, inoltre, per molti sono la causa del ritardo applicativo della finanza di impatto e, in particolar modo, della finanza di impatto sociale nella quale la cd. "valutazione di impatto sociale" – quale «valutazione qualitativa e quantitativa, sul breve, medio e lungo periodo, degli effetti delle attività svolte sulla comunità di riferimento rispetto all'obiettivo individuato» (art. 7, comma 3, l. n. 106 del 2016) – è essenziale per quantificare il ritorno economico dell'investitore, monitorare i risultati sociali degli investimenti pubblici e controllarli, prevenendo altresì il cd. "lavaggio dell'impatto" (ossia pratiche surrettizie, ma perciò ancor più insidiose, di mercificazione dei bisogni e degli interessi delle parti in causa e dei beneficiari dei progetti finanziati).

In generale, tuttavia, la problematica che si cela dietro la tecnica di *rating* introdotta dall'UE è, in primo luogo, dovuta alla granularità dei parametri tecnici eletti, improntati a criteri e soglie estremamente rigide che escludono alcune imprese e ne penalizzano altre; gli stessi criteri, inoltre, hanno una natura c.d. controfattuale che li rende improntati ad una valutazione quantitativa ed altamente standardizzata dei risultati che, tuttavia, rischia di snaturare l'essenza dei fattori di sostenibilità. Specialmente in ambito sociale detto approccio rischia di far «perdere qualcosa per strada»⁸¹: trasformare la qualità (di un servizio, di un risultato ecc.) in cifre potrebbe comportare non essere in grado «di misurare – o non adeguatamente – quello che deve essere misurato»⁸².

Un problema di non poco conto. L'attenzione posta sul tema del *rating*, infatti, non è casuale in quanto si innesta nella più ampia questione che investe il rilievo assunto, sul piano strutturale del contratto, dai fattori che costituiscono il c.d. "ESG core" dell'operazione finanziaria, e sulle modalità con cui detti fattori si compenetrano nella causa o nell'oggetto del contratto di investimento, condizionando entrambi i profili, genetico e funzionale, del rapporto. È controverso, per l'appunto, fino a che punto l'interesse non patrimoniale del cliente, che cade sui fattori ESG e che giustifica la scelta di investire in strumenti, che presi singolarmente (e non, dunque, in un portafoglio misto), si presentano meno redditizi dei tradizionali, incida sul giudizio di meritevolezza del contratto, anche alla luce delle

⁸¹ F. RUCCO, *La valutazione di impatto sociale nei modelli payment by results*, in M. FRANCESCA e C. MIGNONE (a cura di), *Finanza di impatto sociale*, cit., p. 431 ss.

⁸² *Idem*.

differenti tecniche di bilanciamento e composizione tra questo interesse e l'interesse patrimoniale al profitto. Il modo di concepire questa relazione (profitto-impatto) incide tanto sulle regole applicabili ai rapporti banca-cliente, quanto sulle regole che, a monte, guidano l'operato delle imprese produttrici (*manufacturer*) in modo da scongiurare situazioni nelle quali la sostenibilità risulti assente *ab origine*.

3.3. Novità nel panorama normativo europeo: la riforma del SFDR ed il *Final Report on Draft Regulatory Standard*. Cenni alla *Retail Investment Strategy*

Le novità normative in tema di integrazione dei fattori ESG nella mercato finanziario si susseguono in rapida successione, complice un legislatore inquieto alla ricerca di soluzioni che soddisfino le molteplici perplessità degli operatori del mercato.

Emergono, dunque, nuovi regolamenti, ulteriori *Final Report* che si aggiungono alla già sconfinata serie di normative, di primo e secondo livello, in attuazione. L'approccio, tuttavia, resta uguale a sé stesso. L'Unione Europea continua a perseguire una *policy di disclosure*, convinta che l'informazione, per quanto perfettibile, resti la tecnica vincente.

Così, il regolamento SFDR viene affiancato ed integrato dal regolamento delegato (UE) 2022/1288⁸³ il quale introduce le norme tecniche di regolamentazione (RTS) a specificazione del contenuto e della presentazione delle informazioni relative al principio «non arrecare un danno significativo»; del contenuto, delle metodologie e della presentazione delle informazioni relative agli indicatori di sostenibilità e agli effetti negativi per la sostenibilità; nonché del contenuto e della presentazione

⁸³ Regolamento delegato (UE) 2022/1288 della Commissione del 6 aprile 2022 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 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, disponibile al sito eur-lex.europa.eu/legal-content/it/txt/?uri=celex:32022r1288. Il regolamento è entrato in vigore il 1 gennaio 2023 ed è frutto dei progetti di norme tecniche emanati dalle ESAs il 4 febbraio 2021 ed il 22 ottobre 2021, e trasfusi dalla Commissione in un Regolamento unitario.

Il Considerando n. 22 afferma: «Il principio “non arrecare un danno significativo” è particolarmente importante per i prodotti finanziari che hanno come obiettivo investimenti sostenibili, poiché il rispetto di tale principio è un criterio necessario per valutare se un investimento raggiunga l'obiettivo di investimento sostenibile. Il principio è tuttavia importante anche per i prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali o sociali, qualora tali prodotti finanziari effettuino investimenti sostenibili, poiché i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero comunicare la quota di investimenti sostenibili effettuati. I partecipanti ai mercati finanziari i quali rendono disponibili prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali o sociali ed effettuano in parte investimenti sostenibili o prodotti finanziari che hanno come obiettivo investimenti sostenibili dovrebbero pertanto fornire informazioni concernenti il principio “non arrecare un danno significativo”. Tale principio è collegato all'informativa sui principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità. Per tale motivo, l'informativa sui prodotti finanziari in merito al principio “non arrecare un danno significativo” dovrebbe spiegare in che modo si sia tenuto conto degli indicatori di effetti negativi. Inoltre, dal momento che tali informative sono strettamente connesse al regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio (4), è opportuno chiedere informazioni supplementari sull'allineamento degli investimenti con le garanzie minime di salvaguardia previste da tale regolamento».

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. In definitiva, il regolamento, che integra direttamente quello precedente, contiene le norme che i destinatari della disciplina dovranno recepire nei loro processi e nelle loro procedure operative.

Agli effetti della trattazione, risulta di rilievo la definizione che il Considerando n. 22 dà del “*do not significantly harm*”, principio ripreso all’art. 2, punto 17, del regolamento (UE) 2019/2088 con riferimento alla definizione di investimento sostenibile nell’accezione di investimento che punta a raggiungere determinati obiettivi sociali e ambientali. Il principio è importante anche per i prodotti finanziari che semplicemente promuovono caratteristiche ambientali o sociali, qualora tali prodotti finanziari effettuino investimenti sostenibili, poiché i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero comunicare la quota di investimenti sostenibili effettuati. Tale principio è collegato all’informativa sui principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità e ciò in quanto un modo in cui i prodotti finanziari possono promuovere caratteristiche ambientali o sociali consiste precisamente nel tener conto degli stessi. Per tale motivo, l’informativa sui prodotti finanziari in merito al principio «non arrecare un danno significativo» dovrebbe spiegare in che modo si sia tenuto conto degli indicatori di effetti negativi. A tal riguardo, il regolamento introduce articoli sulle metodologie di presentazione delle informazioni degli “indicatori di sostenibilità” (sia quantitativi che qualitativi), e sui relativi effetti negativi per la sostenibilità (di cui tratta il Regolamento SFDR). Ciò è di grande rilievo per misurare il livello di soddisfacimento delle caratteristiche ambientali o sociali promosse dal prodotto finanziario durante il periodo interessato dalla relazione periodica (art. 51).

Per dare concretezza alle definizioni inserite nel regolamento, gli allegati finali elencano gli indicatori di sostenibilità ambientali e sociali. Senza alcuna sorpresa, al momento della messa in opera, proprio questi ultimi hanno ingenerato malumori costringendo le autorità europee (ESAs), su richiesta della Commissione, ad intervenire estendendo l’elenco degli indicatori sociali per i principali impatti negativi, affinando il contenuto di alcuni degli altri indicatori degli impatti negativi e delle rispettive definizioni, metodologie applicabili, metriche e presentazione ed effettuando emendamenti relativi alla decarbonizzazione (o, come preferisce ESA, emissioni di gas serra), introducendo nuove informazioni⁸⁴. Le modifiche sono state convogliate nel *Final Report on draft Regulatory Technical Standards on the*

⁸⁴ I requisiti per questi prodotti includerebbero la divulgazione nei documenti precontrattuali del tipo di risultato che il prodotto si impegna a raggiungere e sull’allineamento dell’obiettivo con il fine di limitare il riscaldamento globale a 1,5 gradi C, la divulgazione di rapporti periodici per fornire progressi e spiegazioni su come la strategia di investimento ha contribuito al progresso e per avere informazioni più dettagliate disponibili sul sito web.

review of PAI and financial product disclosures in the SFDR Delegated Regulation del 4 dicembre 2023⁸⁵.

Come indicatori PAI obbligatori il report ora include, altresì, «l'esposizione ad aziende attive nella coltivazione e produzione di tabacco», i «dipendenti che guadagnano meno di un salario adeguato» e indicatori modificati per gli investimenti in aziende che sono state coinvolte in violazioni delle Linee guida dell'OCSE per le imprese multinazionali e per il divario retributivo di genere tra lavoratori e lavoratrici.

Sono stati inoltre condotti dei test qualitativi sui consumatori in Italia, Polonia, Francia e Paesi Bassi tra aprile e giugno 2023, dai quali è emersa una grossa difficoltà degli intervistati a distinguere tra “investimenti sostenibili”, “caratteristiche ambientali o sociali” e “investimenti tassonomici”, complice il basso livello di educazione finanziaria più volte denunciato. A ciò consegue la chiara necessità di implementare le tutele in favore, soprattutto, dei clienti *retail*. L'obiettivo non è mai stato cancellato dall'agenda del legislatore dell'UE il quale ha deciso di intraprendere una revisione a trecentosessanta gradi della normativa del mercato finanziario. A tal riguardo, pur non essendo direttamente centrata sull'implementazione del settore degli investimenti sostenibili, non può non farsi cenno ad una riforma in atto la quale avrà di sicuro ricadute anche sul mondo della finanza sostenibile e di impatto. Il 24 maggio 2023 la Commissione UE ha pubblicato la “*Retail Investment Strategy*”⁸⁶, un pacchetto ambizioso di riforme volto ad accrescere la partecipazione, la tutela e, soprattutto, la fiducia degli investitori al dettaglio considerati, a giusta ragione, uno dei pilastri del mercato finanziario. La proposta normativa rappresenta l'ultimo tassello del più ampio processo di armonizzazione delle legislazioni nazionali e creazione di un mercato unico bancario e dei capitali, iniziato nel 2015 con l'*action plan* “*Capital Market Union*” (CMU) e proseguito nel 2020 con un nuovo piano di azione suddiviso in 16 attività per 3 obiettivi⁸⁷. In particolare, l'iniziativa rientra nell'Action n. 8 del CMU, “*Building retail investors' trust in capital markets*” e riguarda tutte le fasi del processo di investimento e tutti i settori del mercato dei capitali, stimolando i cittadini europei, buoni risparmiatori ma poco propensi ad investire, a supportare il mercato degli investimenti (anche assicurativi) a lungo termine. Sebbene l'iter di approvazione non sia ancora concluso, stante alcune criticità emerse nel corso dei lavori, il *Retail*

⁸⁵ ESA, *Final Report on draft Regulatory Technical Standards on the review of PAI and financial product disclosures in the SFDR Delegated Regulation*, 23 dicembre 2023, in esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/JC_2023_55_-_Final_Report_SFDR_Delegated_Regulation_amending_RTS.pdf.

⁸⁶ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules”, COM(2023)279 final, 24 maggio 2023, disponibile in eur-lex.europa.eu/legal-content/en/txt.

⁸⁷ I tre obiettivi sono: i) sostenere una ripresa economica verde, digitale, inclusiva e resiliente, rendendo i finanziamenti maggiormente accessibili per le imprese europee; ii) rendere l'Unione europea un luogo ancora più sicuro nel quale le persone possano risparmiare e investire nel lungo termine; iii) fare convergere i mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico. Si veda, “*Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*”, 24 settembre 2020, COM(2020) 590, in finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan-en.

Investment Package punta all’emanazione di due atti normativi di primo livello: i) una proposta di direttiva, cd. *Omnibus* in ragione della sua trasversalità, volta a modificare la direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID 2), quella sulla distribuzione assicurativa (IDD), la direttiva sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (UCITS), sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD) e sull’accesso e l’esercizio dell’attività di assicurazione e riassicurazione (Solvency II); e ii) un regolamento che modifica il regolamento PRIIP sui prodotti d’investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati.

Come si può notare, l’ambiziosa riforma affronta in maniera trasversale tutte le tematiche che hanno contraddistinto il mercato in questi anni. «Dal miglioramento del livello informativo, secondo le classiche politiche di *nudge* (cd. “spinta gentile”) e nel rispetto delle crescenti preferenze degli investitori in materia di sostenibilità, all’aumento della trasparenza e della comparabilità dei costi di investimento, fino all’irrisolta questione dei potenziali conflitti d’interesse nella distribuzione dei prodotti ed al divieto degli incentivi al consulente per le vendite di “sola esecuzione”.

In particolare, nella MIFID II, rivolge la sua attenzione alla disciplina della consulenza finanziaria, la cui struttura, limitando il peso del *quality enhancement test*, deve accudire al già noto principio del miglior interesse (*best interest*) degli investitori al dettaglio. Di conseguenza, sono il *value for money* (rapporto qualità-prezzo) e le *policy di inducement* a giocare un ruolo decisivo nella stesura della nuova proposta. Il primo richiede ai distributori di identificare e quantificare i costi di distribuzione e qualsiasi altro costo e onere non ancora considerato dal produttore, e valutare se gli stessi siano giustificati e proporzionati. La seconda viene gestita attraverso un approccio *soft*, graduale, che mira nel lungo periodo a eliminare del tutto gli incentivi alla vendita, causa di conflitti di interessi, perché potenzialmente in grado di deviare i comportamenti degli intermediari alla ricerca del prodotto, non necessariamente migliore, in grado di assicurare i maggiori ricorsi, e di oneri aggiuntivi, in quanto riconosciuti quali costi indiretti gravanti sul cliente finale. Vengono rafforzate, altresì, la valutazione di appropriatezza e adeguatezza che accompagnano necessariamente l’effettuazione di raccomandazioni personalizzate; nel primo caso si prevede, tra le altre cose, che l’intermediario prenda in considerazione la composizione del portafoglio esistente e la eventuale necessità del cliente di diversificarlo, inserendo le preferenze anche nel report di consulenza che viene fornito alla clientela *retail*. Nel secondo, si propone di chiedere ai clienti la loro capacità di sopportare perdite totali o parziali e la loro tolleranza al rischio, riducendo così la differenza tra il primo ed il secondo test.

Allo stesso tempo, si prospetta proprio l’implementazione delle misure nazionali che possano sostenere l’alfabetizzazione finanziaria dei cittadini, indipendentemente dalla loro età e dal *back-ground* sociale ed educativo»⁸⁸. La riforma, infatti, affianca ad una iper-qualificazione dell’intermediario

⁸⁸ Si permette di rinviare a M. PICCINNO, *Retail investment strategy : consulenza, consulenza finanziaria indipendente e financial literacy del cliente*, in *Dialoghi del diritto dell’economia*, 2024.

consulente, uno snellimento delle procedure di raccolta delle informazioni e profilazione del cliente in caso di consulenza indipendente ed associa, a quest'ultima, un ampliamento del novero di soggetti che possono rientrare tra i clienti professionali per i quali le procedure valutative sono alleggerite. Tuttavia, affinché l'intermediario possa permettersi di semplificare l'accesso all'investimento, occorre che abbia come suo interlocutore un soggetto capace di colmare da sé le lacune informative, in quanto conoscenze pregresse date per assimilate.

Le misure a sostegno dell'alfabetizzazione, inoltre, risulterebbero utili non solo nel caso specificamente richiamato, bensì in tutte le ipotesi di vendita di prodotti finanziari, soprattutto quelli sostenibili, consentendo quello che il Considerando n. 37 della riforma chiama "investimento responsabile"⁸⁹. «A detta della proposta l'aumento dell'alfabetizzazione finanziaria incrementerebbe la confidenza dell'utente *retail* nelle proprie capacità di comprensione dei meccanismi di selezione e scelta degli investimenti e accrescerebbe la fiducia nei confronti dell'operato dell'intermediario le cui modalità di azione diverrebbero di più facile decodificazione, permettendo al soggetto di rilevare eventuali falle nel perseguimento del *best interest*. Il fine della proposta, quindi, è riuscire a passare dalla *financial literacy* alla più complessa *financial capability* (capacità di agire con consapevolezza)»⁹⁰. L'incremento del livello di alfabetizzazione, pertanto, come si vedrà, potrebbe essere un rimedio *ex ante* ad alcuni malfunzionamenti del mercato degli investimenti sostenibili perché eviterebbe a monte scelte errate.

Tuttavia, ciò che si vuole far rilevare in questa sede è la mole di interventi a livello europeo che si sta avvicinando ad una velocità allarmante, rendendo difficile dare risposte e approntare un sistema di tutele unitarie che possano essere univocamente valide in un quadro così frastagliato.

4. La normativa italiana di adeguamento al sistema: t.u.b.-t.u.f. e Regolamento Consob n. 20267 del 18 gennaio 2018 sugli intermediari finanziari aggiornato al 2022

Quanto al diritto interno, gli strumenti di finanza sostenibile e ad impatto non sono specificamente regolati, e neanche nominati e quindi tipizzati, dall'art. 1 t.u.f. (d.lg. n. 58/1998), né figurano nell'Allegato C del t.u.f. Il MEF non ha provveduto ad integrare l'elenco, *ex art.* 18, comma 5, lett. a), t.u.f., al fine di includerli, nonostante lo stesso sia molto ampio e variegato e, di conseguenza, aperto alla introduzione degli strumenti di *impact investing*. La ragione di questa apparente indifferenza è che i *green, sustainable e social bonds* normalmente sono, dal punto di vista strutturale, pure e semplici

⁸⁹ Per "investimento responsabile" si intende «la capacità dell'investitore al dettaglio di prendere decisioni di investimento informate che siano consone ai suoi obiettivi personali e finanziari, a condizione che sia a conoscenza sia della gamma di prodotti e servizi di investimento disponibili, con le relative caratteristiche fondamentali, sia dei rischi e dei benefici connessi all'attività d'investimento, e a condizione che comprenda i consigli sull'investimento che riceve e sia in grado di rispondervi in modo adeguato».

⁹⁰ M. PICCINNO, *Retail investment strategy : consulenza, consulenza finanziaria indipendente e financial literacy del cliente*, cit.

obbligazioni di diritto comune che, se quotate, vengono negoziate in specifici segmenti del mercato obbligazionario, e che si caratterizzano, rispetto alle altre obbligazioni *corporate*, per il “motivo” dell’emissione, ovvero per lo specifico progetto sostenibile che li accompagna. Il requisito “*green*”, “*sustainable*” o “*social*” è proprio dell’investimento e non degli strumenti finanziari, sebbene, poi, si distingua tra obbligazioni con destinazione specifica dei proventi e obbligazioni legate alla sostenibilità, c.d. *sustainability-linked*. Inoltre, questi strumenti finanziari emessi a finanziamento di progetti *social*, *green* e *sustainable* non sono riconducibili solo al *genus* obbligazionario. A parte il dubbio se possano essere emessi per finalità *green*, *social* e *sustainable* anche strumenti finanziari “partecipativi” ex art. 2346, comma 6, c.c., esistono *futures* ed *options* ESG, *credit default swap* collegati agli ESG, di derivati su energia e combustibili rinnovabili, di derivati su eventi catastrofici e sul tempo meteorologico, di derivati di credito collegati alla sostenibilità⁹¹.

Sull’onda della ormai anacronistica e utopistica responsabilità sociale di impresa, l’art. 14, comma 1, lett. i), della legge n. 262/2005 ha previsto l’inserimento dell’art. 117 *ter*, al fine di introdurre nel testo unico della finanza, seppur timidamente, il concetto di finanza etica, qualificandosi così come primo ufficiale riconoscimento del settore nel diritto italiano.

L’articolo, riprodotto dagli artt. 136 e 137 Regolamento Intermediari (reg. Consob n. 20267 del 18 gennaio 2018), delega la Consob a delineare gli obblighi informativi e di rendicontazione da porre a carico di soggetti che offrono prodotti etici. La evanescenza del concetto di “etica”, infatti, non ha consentito al suddetto articolo di osare oltre la definizione dei doveri di trasparenza; la sua vetustà, risalente al periodo in cui erano assenti definizioni di investimento etico o socialmente responsabile, gli ha, dunque, impedito di dare un apporto più significativo allo sviluppo del settore⁹².

In realtà, dalla disposizione dell’articolo emerge l’uso confuso e promiscuo di termini quali “etico” e “sostenibile”, quasi fossero sinonimi, stante l’indifferenza nei prodotti e servizi «qualificati come etici o socialmente responsabili»⁹³. Analogamente si comporta il Regolamento Intermediari della Consob, nel Libro VII intitolato “Disposizioni in materia di finanza etica o socialmente responsabile”, rimettendo all’autonomia privata l’arduo compito di scindere i concetti.

⁹¹ A cui si aggiungono titoli del debito pubblico quali emissioni di Btp *Green* collocati sia presso investitori istituzionali che presso clienti *retail*. Riflessioni di M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021.

⁹² Al punto che chi ha commentato la norma si è sentito in dovere di specificare cosa potesse rientrare nelle suddette categorie, date le condizioni del contesto storico: G. SALVATI, *Obblighi informativi relativi a prodotti qualificati come etici o socialmente responsabili*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, p. 90 ss., li definisce come «gestione di flussi finanziari raccolti mediante ricorso al risparmio gestito, quali fondi comuni, gestioni individuali, ecc. fondata non solo sull’applicazione di criteri finanziari tradizionali orientati alla massimizzazione del profitto, ma anche su considerazioni guidate dai principi tipici [della allora] responsabilità sociale di impresa». Sul tema, R. GOTTI TEDESCHI, 117-ter, in M. FRATINI e G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza-Commentario*, Milano, 2012.

⁹³ R. COSTI, *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, p. 167, sostiene che l’utilizzo di tali espressioni «postul[i] l’indifferenza ma non l’identità fra le due fattispecie».

Medesimo risultato nel t.u.b. nel quale, a partire dal 2016, nel Titolo V (“Soggetti operanti nel settore finanziario”) viene introdotto l’art. 111 *bis* che sintetizza il concetto di banca etica⁹⁴, le cui caratteristiche peculiari, unitamente ad una aprioristica rinuncia a posizionarsi sul mercato in termini di effettiva competitività hanno, sin dai suoi albori, fatto dubitare della sua riconducibilità nell’alveo della definizione classica di “banca”⁹⁵.

Infatti, mentre la normativa del mercato finanziario in senso stretto non fornisce – per effetto di una precisa scelta – indicazioni che consentano di stabilire quando un prodotto o un servizio possa essere concretamente qualificato come etico o socialmente responsabile, qualche maggiore informazione, seppure sempre a livello di principio, giunge dalla ricordata disposizione del t.u.b., ove si elencano i caratteri e le attività che dovrebbero qualificare gli operatori bancari della finanza etica e sostenibile come coloro che conformano la propria attività ai seguenti principi: a) valutano i finanziamenti erogati a persone giuridiche secondo *standard* di *rating* etico internazionalmente riconosciuti, con particolare attenzione all’impatto sociale e ambientale; b) danno evidenza pubblica, almeno annualmente, anche via *web*, dei finanziamenti erogati di cui alla lettera a), tenuto conto delle vigenti normative a tutela della riservatezza dei dati personali; c) devolvono almeno il 20 per cento del proprio portafoglio di crediti a «organizzazioni senza scopo di lucro o a imprese sociali con personalità giuridica, come definite dalla normativa vigente; d) non distribuiscono profitti e li reinvestono nella propria attività; e) adottano un sistema di *governance* e un modello organizzativo a forte orientamento democratico e partecipativo, caratterizzato da un azionariato diffuso; f) adottano politiche retributive tese a contenere al massimo la differenza tra la remunerazione maggiore e quella media della banca, il cui rapporto comunque non può superare il valore di 5»⁹⁶. Sono comunque fenomeni che, per quanto significativi, soprattutto in chiave

⁹⁴ Sul concetto di banca etica v., in luogo di altri, E. MACCHIAVELLO, *Possono 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. 189 ss.; R. COSTI, *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, in Banca, borsa, tit. cred., 2011, p. 165 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI e E. MACCHIAVELLO, Sub art. 111 bis, in F. CAPRIGLIONE (dir.), *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2018, p. 1644 ss.; B. RUSSO, *Commento all’art. 111 t.u.b.*, in S. BONFATTI (a cura di), *Commentario al Testo Unico Bancario. D.lgs. 385/1993*, diretto da G. FALCONE, Pisa, 2021, p. 660 ss.; M. PORZIO, *La banca etica*, in AA.VV., *Società, banche e crisi d’impresa. Liber amicorum Pietro Abbadesse*, Torino, 2014, p. 2193 ss.; M. CARLIZZI, *Etica e impresa bancaria: riflessioni critiche sull’art. 111-bis TUB*, in Riv. dir. comm., 2020, p. 51 ss., per una ricostruzione storica del fenomeno a partire dalla nascita delle Mutue di Autogestione negli anni ‘80, passando per il “Manifesto della Finanza Etica” del 1998. In quest’ultimo, interessante il concetto di credito come “diritto umano”.

Di notevole rilievo sul piano sociale, inoltre, sempre con riferimento all’attività bancaria, si rivela l’esercizio del microcredito solidale (o a soggetti privati), disciplinato dall’art. 111 t.u.b., ossia il credito concesso a soggetti che risultano normalmente “non bancabili”, in quanto si trovano in condizioni di particolare vulnerabilità economica o sociale (art. 111, comma 3°). Sul tema E. BANI, Sub art. 111, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, cit., p. 1637 ss.; C. PERNICE, *Commento all’art. 111 bis t.u.b.*, in S. BONFATTI (a cura di), *Commentario al Testo Unico Bancario. D.lgs. 385/1993*, cit., p. 655 ss.; L. NONNE, *Il microcredito solidale: profili tipologici e proposte disciplinari*, in Banca, borsa, tit. cred., 2011, p. 49 ss.

⁹⁵ F. CAPRIGLIONE, *Cooperazione di credito e “finanza etica”*, in Banca borsa tit. cred., 1997, p. 26.

⁹⁶ L. DI NELLA, *Gli orientamenti dell’ABF in materia di tutela dei consumatori*, cit., p. 205 ss.

prospettica, appaiono ancora limitati e soprattutto connotati dalla volontarietà della scelta; inoltre, nell'ordinamento italiano, l'intervento dello Stato a sostegno di tali iniziative si è sinora limitato alla previsione di vantaggi fiscali senza quindi prevedere altri meccanismi che implicino una maggiore collaborazione tra pubblico e privato nella realizzazione di interessi della collettività.

Lo Statuto della Banca Etica italiana ripercorre il Manifesto della Finanza Etica rendendolo "sociale" perché si propone di gestire le risorse finanziarie dei suoi clienti orientandole alla realizzazione del bene comune della collettività: utilizzando dunque il risparmio per alimentare strumenti creditizi che foraggino attività socio-economiche finalizzate ad utilità sociali, ambientali e culturali e sostenendo enti no-profit. Il riferimento al "bene comune" giustificerebbe gli scarsi rendimenti che vengono promessi, fin da subito, ai depositanti, alimentando la primordiale concezione della sussistenza in capo agli stessi di un mero spirito di solidarietà senza alcuna vena egoistica⁹⁷.

Concezioni, si diceva, primordiali, ammantate di candide illusioni se non proprio di una buona dose di ipocrisia, legata all'idea che sia possibile riaffermare «il primato dell'etica nei rapporti economici affidandosi alla volontà delle imprese (*rectius*, banche) che si auto-vincolano a scelte responsabili oltre la soglia minima del rispetto della legalità»⁹⁸.

Senza parlare, poi, delle ricadute pratiche che gli interessi "etici" potrebbero avere sulla responsabilità degli amministratori. Il dubbio, infatti, è se gli stessi possano divenire nuovi parametri di valutazione della diligenza degli amministratori, i quali sarebbero costretti a scegliere tra obiettivi di efficienza economica (*duty of loyalty*, ossia non arrecare danni economici alla società) e obiettivi etico-sociali (*duty of care*), con evidenti ricadute in termini di responsabilità nei confronti non più soltanto degli *stock-holders* ma anche dei diversi *stakeholders*. Se una parte della dottrina sostiene che questi siano solo «autorizzati ma non tenuti a considerare tali interessi ulteriori, altra parte riconosce il potere della maggioranza dei soci di imporre (con poteri di revoca e azioni di responsabilità – in quest'ultimo caso con la difficoltà di provare un danno patrimoniale, ad esempio in termini reputazionali o di marketing) agli amministratori il perseguimento dell'obiettivo etico-sociale, consentendo altresì ai singoli soci di proporre, se gli obiettivi etico-sociali fossero sufficientemente precisi, azioni di

⁹⁷ Secondo M. PORZIO, *La banca etica*, in AA.VV., *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, cit., p. 2194, il bene comune di cui la banca si fa portatrice attribuirebbe in capo alla stessa uno scopo diverso da quello di lucro e ciò nonostante non si escluda la distribuzione degli utili ai soci.

⁹⁸ R. DI RAIMO, C. MIGNONE, *Strumenti di finanziamento al terzo settore*, cit. p. 154, «se un'impresa rinuncia a un'occasione di profitto, giuridicamente consentita, per ragioni di responsabilità sociale, questa stessa occasione sarà colta da un'impresa concorrente»; in tutto questo non v'è spazio per un'ipotetica convergenza, nel lungo periodo, tra reputazione aziendale ed efficienza produttiva, posto che «per i manager professionali di una grande impresa (...) la loro reputazione personale e i loro stessi redditi sono collegati a risultati contabili che vengono misurati e giudicati su base trimestrale (e per certi aspetti quotidianamente)»: M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 1 ss., le teorie aziendalistiche siano più che altro un «nobile diversivo ideologico» per distogliere l'attenzione dal tema centrale del deterioramento delle democrazie e degli apparati pubblici; così anche F. DI SABATO, *I fini sociali dell'impresa etica*, in *Riv. dir. soc.*, 2006, p. 633 ss.

responsabilità»⁹⁹. Un'ipotesi, quest'ultima, appoggiata dalla nuova normativa europea sulla *Due Diligence*, che si vedrà a breve, e che ribalta la concezione maggioritaria di chi, fondando la propria convinzione sui principi del diritto civile e commerciale, nega l'esperibilità da parte degli *stakeholders* genericamente intesi (categoria potenzialmente infinita) di azioni nei confronti degli amministratori per il mancato perseguimento dei fini etico-sociali ulteriori¹⁰⁰.

Al di là della struttura che assume l'organigramma della banca (etico o meno), e delle responsabilità che possono assumersi gli amministratori a livello di decisioni di *governance* interna, il rilievo delle operazioni di cui stiamo trattando passa attraverso il modo di concepire la relazione profitto-impatto. Quest'ultima orienta tanto le regole applicabili al rapporto banca-cliente, quanto le regole che, a monte, guidano l'operato delle imprese produttrici (*manufacturer*) in modo da scongiurare situazioni nelle quali la sostenibilità risulti assente *ab origine*. Per tale ragione, la normativa interna di maggior rilievo resta il Regolamento Intermediari n. 20307 del 15 febbraio 2018, emesso dalla Consob e recentemente modificato con delibera n. 22430 del 28 luglio 2022¹⁰¹ a seguito delle già trattata riforma MIFID II, al fine di indurre gli intermediari ad un adattamento dei propri apparati procedurali per conformarsi ai nuovi obblighi in materia di finanza sostenibile.

⁹⁹ L. DI NELLA, *op. ult. cit.*

¹⁰⁰ E. MACCHIAVELLO, *Possono esistere banche etiche?*, cit. p. 209, che ricorda che «in base al diritto societario, solo la società, i soci ed i creditori (coloro che intrattengano relazioni contrattuali con la società o gli amministratori) hanno a loro disposizioni determinate misure, al contrario invece della collettività latamente intesa (anche per la difficoltà ad identificare un interesse diretto ad agire), salvo in presenza di prova di violazione di un dovere di legge e danno direttamente imputabile»; anche M. MARASÀ, *Le "società" senza scopo di lucro*, Milano, 1984, pp. 498-500, che ammette l'azionabilità delle pretese dei terzi in presenza di una clausola di destinazione altruistica degli utili «purché i terzi siano determinati o determinabili, la clausola statutaria individui un momento preciso in cui la società sia obbligata a destinare gli utili».

M. COSSU, *Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari*, cit., p. 472 s., rinvia all'art. 2086, comma 2, c.c. il cui «dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato» sottende una prospettiva finalistica più ampia dell'interesse dei soci alla massimizzazione del profitto, quale la conservazione dell'impresa. La prospettiva della conservazione presuppone la continuità aziendale, e quindi la sostenibilità finanziaria che, a sua volta, presuppone la sostenibilità ecoambientale. Pertanto, l'adempimento alla informativa non finanziaria rientra per gli organi societari di queste imprese, nell'obbligo di diligenza professionale. Tuttavia, l'Autrice è contraria a sostenere che l'adempimento di tali doveri informativi imponga un obbligo di motivazione delle scelte gestorie. Di conseguenza, e ciò è di rilievo, «il rispetto degli obiettivi ESG non muta i connotati dell'interesse sociale, e lo prova l'istituzione di un distinto modello normativo, la società benefit, nel quale l'interesse sociale e la clausola statutaria sull'oggetto sociale sono finalizzati oltre che allo scopo di dividere gli utili di un'attività economica anche "a finalità di beneficio comune", ivi compresi quindi obiettivi sostenibili; la seconda è che il mancato raggiungimento degli obiettivi ESG non può configurare per gli organi societari – quanto meno non da solo – una fattispecie di responsabilità contrattuale o extracontrattuale».

¹⁰¹ CONSOB, *Modifiche al regolamento intermediari per l'adeguamento nazionale alla Direttiva (ue) 2021/338 che modifica MIFID II nell'ambito del capital markets recovery package, agli atti delegati di implementazione delle normative MIFID II, UCITS e IDD in tema di finanza sostenibile, nonché alla Direttiva (ue) 2019/2034 che modifica MIFID II in materia di reverse solicitation. ulteriori interventi di modifica. relazione illustrativa degli esiti della consultazione, delle conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori*, in dirittobancario.it/wp-content/uploads/2022/07/relazione-illustrativa-delibera-consob-28-luglio-2022.pdf. Alla relazione illustrativa sulle consultazioni, si accompagna il testo ufficiale del nuovo regolamento.

Alle imprese produttrici viene oggi richiesto di implementare un processo di approvazione dello strumento finanziario (art. 64 Reg. Intermediari), vietandone l'emissione in difetto di un protocollo di validazione che renda tracciabili le caratteristiche del prodotto, anche dal punto di vista degli obiettivi di sostenibilità che questo potrebbe raggiungere.

L'intermediario distributore, invece, ha il dovere di offrire o raccomandare lo strumento solo quando sia nell'interesse del cliente (art. 21 TUF, art. 72 Regolamento intermediari). Ciò giustifica un flusso di informazioni che consentano di incrociare le caratteristiche del prodotto con le preferenze ESG emerse nella fase di profilazione dello stesso.

Con riferimento a quanto già disposto dalla nuova MIFID II, l'art. 171 (rubricato "Valutazione di adeguatezza") specifica che «I consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria non raccomandano strumenti finanziari come rispondenti alle preferenze di sostenibilità di un cliente o potenziale cliente se essi non soddisfano tali preferenze. Essi spiegano ai clienti o potenziali clienti le ragioni per le quali si astengono dal raccomandare i medesimi strumenti e conservano la relativa documentazione. Se nessuno strumento finanziario soddisfa le preferenze di sostenibilità del cliente o potenziale cliente, e se il cliente decide di adattare le proprie preferenze di sostenibilità, i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria conservano traccia della decisione del cliente, compresi i relativi motivi». Una maniera, quest'ultima, di restringere l'ambito della responsabilità dell'intermediario cedendo parte della stessa, con il rischio, al medesimo cliente.

Ciò non toglie che, fissato il baricentro del sistema nella fase di collocamento del prodotto sostenibile, diviene pressoché inevitabile munire il cliente di un rimedio che include il suo interesse non patrimoniale quale criterio di valutazione rispetto al giudizio sulla condotta dell'intermediario e sugli esiti economici e non, che si sono registrati *ex post*.

5. Cenni alla normativa spagnola

A livello di normativa interna ai singoli Stati membri non è facile distaccare differenze di rilevante portata, stante la natura europea della legislazione originaria che, tra regolamenti e direttive, non lascia ampi margini di libertà operativa¹⁰².

Senza scendere in dettagli che esulano dallo scopo della presente trattazione¹⁰³, la trasposizione della direttiva 2014/95/UE a mezzo della *Ley* 29 dicembre 2018, n. 11 sulla rendicontazione non finanziaria

¹⁰² Per tale ragione la maggior parte degli autori si limita a ricostruire l'ambito normativo europeo. Cfr. ad esempio B. FONTICIELLA HERNÁNDEZ, *La sostenibilidad financiera desde la óptica regulatoria: compendio del panorama normativo actual*, in *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, 2023, p. 259 ss.

¹⁰³ Tutta la normativa *ante* e *post* Mifid I e II si trova in A. AGÜERO ORTIZ, *La evolucion de la normativa de proteccion a los inversores y los remedios aplicados a los contrato de inversión*, Cizur Menor, 2020, soprattutto con riferimento alle disposizioni interne in tema di obblighi informativi. Tra queste, la Orden ECC/2316/2015, del 4 novembre, sugli obblighi informativi e di classificazione dei prodotti finanziari, con riferimento non solo al livello di rischio bensì alle allerte su liquidità del prodotto e sua complessità e la Circular 1/2018 del 12 marzo,

– a modifica del *Código de comercio e del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de capital* – nella quale, rispetto alle disposizioni europee, sono stati elevati gli *standard* di trasparenza e affidabilità nella fornitura di informazioni non finanziarie, in un primo momento, ha reso la Spagna punto di riferimento europeo in termini di divulgazione dei suddetti dati.

La presente legge mira a misurare, monitorare e gestire le prestazioni e l’impatto delle imprese sulle questioni sociali e ambientali, obbligando alcune entità a presentare una relazione non finanziaria – il denominato «*estado de información no financiera*» (EINF) –, che fornisca una comprensione delle prestazioni aziendali, descrivendo le politiche ESG, i relativi risultati, nonché i rischi associati¹⁰⁴.

In breve, si tratta di dare trasparenza all’ubicazione che le singole imprese occupano in un ecosistema sociale più ampio di quello economico¹⁰⁵. Obiettivi come la tutela dei diritti umani, la crisi climatica, la conservazione a lungo termine dell’azienda, coesistono con gli interessi degli *stakeholder* tradizionali (lavoratori, consumatori, interessi della comunità circostante), e devono essere presi in considerazione nell’ambito dei compiti degli amministratori societari, la cui gestione sarà considerata legittima solo se rispetterà gli impegni etici, politici e sociali. La possibilità di distinguere tra “oggetto” della impresa e “fine o causa” a cui è orientata permette di incorporare in essa gli interessi della collettività.

Al di là del dato normativo, sullo sfondo rimane sempre l’incertezza relativa alle conseguenze che potrebbero scaturire da una eventuale fase patologica, ossia da una violazione delle linee di sostenibilità adottate dall’impresa. In tal senso, pare che l’esigenza sia stata avvertita anche dall’Unione Europea la

riferita a *las advertencias relativas a instrumentos financieros*, di natura complessa. Ciò in quanto, non essendo prescritto, benché sia consigliato, l’accudimento ad un servizio di consulenza finanziaria, l’ordinamento spagnolo ha preferito rilasciare alcuni avvertimenti.

¹⁰⁴ Sulla normativa relativa all’informazione non finanziaria si veda, M. ENCISO ALONSO-MUÑUMER, *Transparencia y sostenibilidad: nuevos retos de la información no financiera*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2020; C. ALONSO COGOLLOS, *Novedades introducidas por la ley 11/2018, de 28 de diciembre, en materia de información no financiera y diversidad*, in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 2019, p. 102 ss.; M. APARICIO GONZALEZ, *La información no financiera de las sociedades mercantiles*, in *LA LEY mercantil*, 2017, p. 1 ss.; C. DE MIGUEL PERALES, *Hacia una mayor transparencia: Divulgación de información no financiera y sobre diversidad*, in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 2018, p. 141 ss.; J. FONTRODONA, P. MULLER, S. MARTIN GARCIA, *La inversión sostenible y responsable. Introducción y guía para inversores particulares*, in *Cuadernos de la Cátedra CaixaBank de Responsabilidad Social Corporativa*, 2020, media.iese.edu/research/pdfs; J.L. LIZACANO ALVAREZ, *Información no financiera: luces y sombras de la nueva ley*, in *Revista de la Asociación española de contabilidad y Administración de empresas*, 2019, p. 22 ss.; E. LORENTE AGUILERA, *Sostenibilidad y responsabilidad social corporativa (RSC)*, J.M. LOPEZ JIMENÉZ e A. ZAMARRIEGO MUÑOZ (dir.), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, cit., p. 433 ss.; J.M. EMBID IRUJO *Discrecionalidad empresarial y responsabilidad social corporativa*, *Derecho de sociedades y de los mercados financieros*, 2018, p. 197 ss.

¹⁰⁵ A. TAPIA HERMIDA, *Sostenibilidad financiera en el mundo posterior al COVID-19*, in *Revista de derecho bancario y bursátil*, 2020, p. 64 ss.; per tale ragione la COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Informe sobre la supervisión por la CNMV de la información no financiera y principales áreas de revisión del ejercicio siguiente*, 2021, in cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IEINF_2021_ES.pdf, sostiene che le informazioni richieste dal Regolamento sulla tassonomia e i suoi contenuti siano identificati e tracciabili, raccomandando l’inserimento di una sezione specifica relativa ai requisiti della tassonomia nella tabella dove si trovano i diversi contenuti dell’EINF. Inoltre, ha dichiarato che le aziende devono presentare gli indicatori in termini sia quantitativi che descrittivi, consentendo agli utenti di sapere come sono stati ottenuti e quali limitazioni esistono nelle informazioni.

quale sta cercando di fornire risposta al quesito. Il 30 novembre 2022 il Comitato dei membri permanenti del Consiglio Europeo ha trovato un accordo in merito alla *Proposal for a Directive of the european parliament and of the council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937* della Commissione EU la quale, con riferimento agli obiettivi di sostenibilità, introdurrebbe un obbligo di diligenza e di lealtà degli amministratori delle società coinvolte¹⁰⁶. Questi sarebbero tenuti a prendere in considerazione le conseguenze delle loro decisioni sulla sostenibilità, sui diritti umani, sull'ambiente e sui cambiamenti climatici (a breve, medio e/o lungo termine) andando incontro, in caso contrario, alla violazione del dovere di lealtà con le dovute conseguenze sul piano delle leggi nazionali. Gli amministratori dovrebbero assicurarsi di rispettare gli obblighi di *due diligence* imposti dalla direttiva, coinvolgendo le parti interessate e le organizzazioni della società civile presenti nei progetti, sviluppando una strategia aziendale che tenga conto dei potenziali impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente che possono essere stati identificati, prevenuti o mitigati. Si stabilisce, altresì, che le aziende saranno civilmente responsabili nel caso in cui (i) non rispettino gli obblighi di prevenzione e mitigazione dei rischi; e (ii) si verifichi un impatto negativo che non sarebbe stato correttamente identificato, prevenuto, mitigato o attenuato, lasciando agli Stati margini per delineare un regime sanzionatorio adeguato¹⁰⁷.

¹⁰⁶ In Europa, la materia della diligenza e conseguente responsabilità degli organi societari, tanto in generale quanto con riferimento alla sostenibilità, si rinviene nella legge francese - *Loi n. 2017-399 del 27 marzo 2017* relativa al «*devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre*», che ha istituito un obbligo di vigilanza circa gli impatti delle attività dell'impresa su «diritti umani» ed «ambiente» -, in quella olandese - *Wet van 24 oktober 2019 n. 401*, che ha istituito un analogo obbligo di *due diligence* circa gli impatti dell'attività di impresa sull'impiego di lavoro minorile -. In Germania, nel giugno 2021, è stata approvata la legge sulla *due diligence* della catena di fornitura, che dettaglia le misure da adottare come linea guida per la *due diligence* preventiva e la supervisione amministrativa. La stessa, ovviamente, tratta anche della responsabilità civile e, soprattutto, della responsabilità civile dei dirigenti delle grandi imprese a capitale disperso.

¹⁰⁷ COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, *Proposal for a Directive of the european parliament and of the council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937*, 30 novembre 2022, in data.consilium.europa.eu/; Prima della proposta J.I. PEINADO GRACIA, *Sostenibilidad y deber de diligencia La sostenibilidad y el deber de diligencia de los administradores: Una primera reflexión sobre la sostenibilidad de la sociedad mercantil y la responsabilidad por falta de diligencia de los administradores*, in *Revista de derecho mercantil*, 2019, p. 1 ss.; per un primo commento G.D. MOSCO e R. FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *An. giur. Econom.*, 2022, p. 185 ss., che ne evidenziano le ombre in: la poca chiarezza e i rischi della scelta di individuare gli impatti negativi non direttamente, ma attraverso la violazione delle Convenzioni internazionali richiamate dalla Proposta, le modalità di inclusione tra gli impatti negativi di quelli collegati alla c.d. «catena di valore», la poca chiarezza sul duty of care degli amministratori, il sistema di enforcement. E. BARCELLONA, *Shareholderism versus Stakeholderism*, in *Riv. Soc.*, 2022, 1, p. 171 ss.; S. BRUNO, *Il ruolo della s.p.a. per un'economia giusta e sostenibile: la Proposta di Direttiva UE su "Corporate Sustainability Due Diligence". Nasce la stakeholder company?*, in *Riv. dir. comp.*, 2022, p. 303 ss.; L. HÜBNER, V. HABRICH – M.P. WELLER, *Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2022, p. 644 ss.; M. STELLA RICHTER JR, *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. Soc.*, 2022, p. 714 ss., il quale nota che se non si selezionano adeguatamente i fini che devono essere perseguiti e si lascia alla discrezionalità degli amministratori di ponderare tra una enorme varietà di interessi, la inevitabile conseguenza è che gli amministratori, che dovrebbero rispondere ed essere responsabili per tutto e nei confronti di tutti, non lo saranno per nulla e nei confronti di nessuno (*accountability to everyone means accountability to no one*), perché potranno sempre bilanciare tutto seguendo liberamente le loro

Il dibattito è molto acceso e la questione di fondo, pur riconoscendo la dignità degli interessi della tutela dell'ambiente e dei diritti sociali e umani, verte sulla bontà di una soluzione legislativa che introduca un così variegato paradigma comportamentale per l'organo amministrativo della società azionaria che, a questo punto, dovrebbe rappresentare nel consiglio di amministrazione tutti gli *stakeholders*.

Se i doveri di diligenza in ordine alla gestione dei rischi ambientali, sociali e di governo, discendono da norme imperative già esistenti e frutto di specifiche scelte politiche dello Stato — i.e. per il fattore social in riferimento al diritto del lavoro — «la prescritta due diligence risulterebbe un mero strumento per assicurare, anche preventivamente, la ordinaria *compliance with laws*». Se, invece, la previsione dovesse tradursi in un obbligo di adottare *standard* di “sostenibilità” più stringenti di quelli politicamente cristallizzati nelle norme di diritto positivo, ciò comporterebbe un «capovolgimento radicale della ripartizione dei compiti fra lo Stato e il Mercato, con l'obbligo gravante sugli attori del mercato, le società per azioni e i loro amministratori, di trovare risposte più adeguate, rispetto a quelle politiche, ai problemi di conservazione dell'ambiente e per la tutela dei diritti sociali e umani»¹⁰⁸.

I terzi, invece, vengono dotati di poteri di reclamo e segnalazione nei confronti della società, talvolta anche indipendentemente dall'esistenza di un danno immediato al loro patrimonio. Un potere di controllo, dunque, molto ampio perché riconosciuto alla generalità delle persone fisiche e giuridiche, e non solo a determinati *stakeholders*, che spetta a prescindere dal fatto che i soggetti segnalanti abbiano subito un danno o siano comunque in qualche modo interessati dalla violazione della società e che attiva l'intervento dell'autorità di controllo. Si espone, dunque, la società e gli amministratori al rischio di azioni per responsabilità civile ad opera di un folto numero di soggetti.

Quanto alla responsabilità degli amministratori, se la legittimazione spettasse ai soli soci nell'interesse della società, questi non avrebbero sufficienti incentivi per promuovere l'azione a tutela degli *stakeholders*, mentre l'avrebbero per contestare un'eccessiva attenzione agli interessi di questi ultimi che abbia comportato una contrazione degli utili o del valore delle azioni. Se spettasse anche agli *stakeholders* o addirittura alla generalità delle persone fisiche e giuridiche potrebbero esservi conflitti tra gli interessi delle varie categorie di *stakeholders* e tra queste e i soci, con società e amministratori esposti a un *surplus* inaccettabile di responsabilità¹⁰⁹.

propensioni. A. COHEN BENCHETRIT, *Primera aproximación a la Propuesta de Directiva sobre gobierno corporativo sostenible y diligencia debida*, in *Diario La Ley*, marzo 2022.

¹⁰⁸ R. LENER e P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, p. 11 s.

¹⁰⁹ G.D. MOSCO, R. FELICETTI, *Orizzonte temporale e corporate governance sostenibile tra iniziative europee e autodisciplina interna*, in corso di pubblicazione in *Luiss L. Rev.*, 2022. S. CAPIELLO, *Impresa, società e mercato finanziario sostenibili*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, p. 481 ss., sostiene che «l'assegnazione a *stakeholders* terzi, quali associazioni rappresentative di interessi diffusi, di poteri specifici di ingerenza nel governo delle società, e l'introduzione di imprecisati obblighi di conseguimento di interessi diversi dalla massimizzazione del valore dell'investimento nella società – interessi tra l'altro a volte potenzialmente confliggenti (si pensi alla inevitabile

Alla luce di ciò, quasi in parallelo, il Governo Spagnolo ha presentato un “*Anteproyecto de la Ley de protección de los derechos humanos, de la sostenibilidad y de la diligencia debida en las actividades empresariales transnacionales*”¹¹⁰. Prima ancora, nel 2020, ha inaugurato il *Centro de Finanzas Responsables y Sostenibles* (FINRESP)¹¹¹ con il fine di trasformarlo nel punto di riferimento delle imprese spagnole che vogliono operare la transizione verso una economia più sostenibile e rispettosa dell’ambiente. L’idea iniziale legge il mercato finanziario come settore che deve contribuire all’esborso di credito verso fini di sostenibilità, incorporare i rischi climatici nelle decisioni finanziari relative alla composizione del portafoglio, e ciò non solo come una mera obbligazione sociale bensì come opportunità di miglioramento della competitività dei soggetti che tali prodotti offrono.

Tra i soggetti di riferimento, un cenno va concesso alla realtà della banca etica (chiamata anche “*banca social, banca en valores, banca responsable o banca sostenible*”) la quale ha trovato un terreno più fertile nella realtà spagnola, avendo assunto dei contorni ben più definiti che nell’ordinamento italiano¹¹². Questa variante della banca tradizionale, che è accomunata con quella italiana per l’assunzione di un codice etico, è stata definita come «*la institución que invierte o presta dinero,*

tensione tra l’obiettivo della neutralità climatica e l’impatto sociale della transizione verso tale obiettivo) – rischiano di provocare significative “conseguenze non volute”. Da un lato, tali innovazioni comportano un’alterazione dei meccanismi decisionali all’interno delle società, che rischia di incrementare i costi di “agenzia” tra amministratori e investitori, potendo così finire con il sottrarre di fatto i primi al sindacato dei secondi nell’assemblea societaria; dall’altro non assicurano che gli interessi di terzi e/o di carattere generale siano effettivamente tutelati, non essendo affatto scontato che gli *stakeholders* cui vengano demandati i suddetti poteri (di ingerenza *ex ante* ovvero interdizione *ex post*) siano animati dagli incentivi corretti e dispongano delle competenze necessarie, potendo pertanto rivelarsi addirittura inefficaci se non addirittura controproducenti rispetto alla tutela e perseguimento di detti interessi di terzi e/o di carattere generale».

¹¹⁰ M.Á. VILLACORTA HERNÁNDEZ, *Anteproyecto de Ley por el que se regula el marco de información corporativa sobre cuestiones medioambientales, sociales y de gobernanza como herramienta para adaptar la Directiva 2022/2464*, in *Técnica Contable y Financiera*, 2023; A. NIETO MARTÍN, J. DOPICO GÓMEZ ALLER, M. MUÑOZ DE MORALES, *Observaciones al Anteproyecto de Ley protección de derechos humanos, de la sostenibilidad y de la diligencia debida en las actividades empresariales*, in blog.uclm.es/repmult.

Prima ancora la *Ley 5/2021* del 12 aprile ha modificato l’art. 225.1 della LSC, dedicato alla regolamentazione dell’obbligo di diligenza degli amministratori delle società. La norma di riforma ha aggiunto che gli amministratori devono «subordinare, in ogni caso, il loro interesse privato all’interesse della società», scatenando le critiche unanimi della dottrina al precetto. A quelle sulla sua errata collocazione nell’ambito del dovere di diligenza, - che propriamente parlando sembra indicare la configurazione di un nuovo dovere di fedeltà -, si uniscono quelle relative al valore dell’interesse della società, in apparente riferimento al concetto di interesse sociale. Ma per alterare il concetto di interesse sociale, come linea guida per la *due diligence*, per la lealtà dell’amministratore, o anche come parametro di legittimità delle delibere societarie, non è sufficiente modificare un singolo precetto normativo. Se si intende incidere sul nucleo centrale dei doveri giuridici, ciò avrebbe richiesto una riforma di più ampio respiro. L’assenza di una gerarchia tra i doveri societari compromette l’efficacia del modello, e rende tale precetto lettera morta nella sua applicazione giurisprudenziale (J.J. PÉREZ BENÍTEZ, *La responsabilidad de los administradores sociales en el contexto de la reestructuración preventiva*, in *Almacén de Derecho*, 15 maggio 2021, disponibile in almacenderecho.org; J.I. PEINADO GARCÍA, *La sostenibilidad de la sociedad mercantil y la diligencia de los administradores*, in O. PERALTA, G.A. GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, C. BENCHERTRIT (coord.), *Derecho de sociedades: cuestiones sobre órganos sociales* Comares, 2019).

¹¹¹ Composto da: Asociación Española de Banca (AEB), CECA, Asociación de Instituciones de inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO), Unión Nacional de cooperativas de crédito (UNACC) e Unión Española de Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras (UNESPA).

¹¹² M. SANTOS MIRANDA e R. FERRERA RODRÍGUEZ, *La banca ética: fundamentos y expansión en Europa*, in *Estrategia Financiera*, 2016.

exclusivamente, con finalidad social o ética, sin renunciar necesariamente a finalidades estrictamente financieras»¹¹³; è solitamente costituita legalmente sotto forma di cooperative di credito per garantire una maggiore democrazia e partecipazione al processo decisionale ed è caratterizzata dalla massimizzazione della redditività sociale, attraverso la promozione di attività ad alto valore aggiunto sociale e dal potenziamento dell'economia reale dovuto al suo allontanamento da mercati secondari e speculativi. Il secondo criterio l'ha resa straordinariamente resistente alle ultime crisi economiche ed ha favorito la sua crescita sia in termini di attrazione di nuovi clienti che di numero di prodotti bancari offerti. La stessa sfrutta, altresì, il concetto di trasparenza, permettendo l'accesso dei clienti a tutte le informazioni relative ai progetti sostenuti a mezzo sito *web* o pubblicazioni di *report*. La trasparenza viene osservata anche con riferimento al processo decisionale nel quale, data la sua natura di ente cooperativo o senza scopo di lucro, si incoraggia la partecipazione attiva di soci e clienti indipendentemente dal peso specifico che gli stessi rivestono nell'organizzazione (cd. massima partecipazione sociale). Qualunque sia il concetto di etica a cui si voglia aderire, questo è il valore che accompagna questo modo di fare banca. Tutti i progetti a cui la stessa decide di associare il proprio nome vengono scelti secondo il binomio rischio/rendimento più temi sociali e sono valutati non solo da commissioni finanziarie che analizzano la fattibilità economica dello stesso, ma anche da commissioni etiche che verificano l'impatto sociale e il rispetto degli *standard* che compongono i principi sopra descritti. Già solo parlare di misurazione dell'impatto sociale, con tutto ciò che ad esso consegue, trasla la medesima su un livello di azione molto più effettivo della istituzione omonima italiana.

Ciò non significa, tuttavia, che le differenti entità presenti in Spagna (in particolar modo in Catalogna), una volta soddisfatti i requisiti comuni di base, si reggano sui medesimi principi etici né sui medesimi ambiti di attuazione. Alcuni modelli, ad esempio, prevedono l'aggiunta del minimo differenziale salariale (non più di 1:10) e la partecipazione dei lavoratori al processo decisionale.

¹¹³ J. SANT EMETERIO e J. RETOLAZA, *¿Existe espacio para una Banca Ética?*, in *Revista de Relaciones Laborales*, 2003, p. 127 ss.; J.R. SANCHIS PALACIO, *Ética bancaria y banca ética. Dos realidades distintas y posibles*, in *Oikonomics*, 2018, p. 88 ss.; C. DE LA CRUZ AYUSO y P.M. SASIA SANTOS, *La banca ética como herramienta de acción política*, in *Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, 2010, pp. 185-210, e C.L. ALEJOS GÓNGORA, *Banca ética: una alternativa viable*, in *Cuadernos de la Cátedra "la Caixa" de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo*, 2014, per i quali il sistema finanziario deve essere strumento di miglioramento delle condizioni sociali; le differenze tra le due forme bancarie, la tradizionale e la etica, sono elencate da M. CASTRO e M. ROMERO, *Cooperativas de crédito y banca ética ¿un camino por explorar?*, in *Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 2011, p. 263 ss., «el primero busca obtener beneficios económicos, mientras que el segundo busca objetivos tanto económicos como sociales; mientras que el primero prefiere la rentabilidad y la seguridad, el segundo busca el uso ético de su dinero; en el primero, el universo de inversión y financiación es ilimitado y está orientado a las empresas que generan mayor rentabilidad económica, mientras que en el segundo está restringido a las empresas socialmente responsables; la transparencia en el primero es escasa y poco clara, mientras que en el segundo es absoluta; las condiciones crediticias en el primero se sustentan en avales o garantías patrimoniales, mientras que el segundo busca más la viabilidad de los proyectos y su impacto social; en cuanto al diseño de los productos y servicios financieros, el primero los adapta más a las necesidades de la propia entidad, mientras que el segundo los adapta a las necesidades o preferencias de sus clientes; y la toma de decisiones en el primero se basa en directivos y gestores, mientras que en el segundo participan todos los stakeholders, incluidos los trabajadores y los clientes».

A queste entità si aggiunge la linea di controllo della CNMV, *Comision Nacional del Mercado de Valores*¹¹⁴, autorità spagnola incaricata di supervisionare e ispezionare l'attività dei mercati finanziari e degli operatori che in essi intervengono. Quest'ultima, nelle linee strategiche 2019-2020, ha incluso la attenzione ai temi di sostenibilità e finanza sostenibile come parte della strategia per rendere più competitivo il mercato spagnolo, essendo stata insignita della responsabilità di fornire le direttive per le informazioni affidabili al cliente sui fattori ESG¹¹⁵. Il 1° giugno 2021 la stessa ha pubblicato un documento, non normativo, dal titolo “*Criterios para la aplicación de la nueva normativa europea en materia ambiental, social y de gobernanza (ESG) en los servicios financieros*” a complemento del Comunicato del 18 febbraio 2021 sull'applicazione prossima del regolamento SFDR e del regolamento Tassonomia, al fine di fornire agli operatori finanziari dei criteri interpretativi per un'adeguata applicazione degli obblighi informativi¹¹⁶.

In linea con la sua funzione, svolge un lavoro di approccio, sviluppo e educazione alla finanza sostenibile distinguendo tra: investimenti socialmente responsabili, investimenti che includono criteri ambientali, sociali e di *governance* (tra cui gli investimenti di impatto) e la banca etica, definita come una istituzione che pianifica la sua *policy* seguendo principi di trasparenza, democrazia e sostenibilità, oltre a quelli finanziari della banca classica, ed infine la microfinanza come facilitatrice degli accessi della collettività sociale a rischio di esclusione ai servizi finanziari basici.

¹¹⁴ In merito M.E. RODRÍGUEZ HERRER, *La supervisión de los mercados de valores en España. El papel de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como órgano de control*, in *Revista Española de Control Externo*, 2016, pp. 13-31.

¹¹⁵ Nella struttura di governance della CNMV è presente un *Comité Interno de Sostenibilidad* di carattere trasversale e multidisciplinare. Questo coordina le attività della stessa per quanto riguarda la finanza sostenibile, ugualmente al suo omonimo in ESMA. Come membro della rete di supervisor nazionali, collabora con la Banca di Spagna, la Direzione Generale di Assicurazioni e Fondi Pensione e con l'Ufficio per il Cambio Climatico. La stessa si occupa del controllo sulla EINF inclusa nella relazione annuale che gli enti emittenti devono elaborare e pubblicare (per un approfondimento relativo, soprattutto, alle modalità con cui la Commissione si confronta e opera la lettura della informativa non finanziaria, nonché sui suoi ulteriori compiti si rinvia a J. DOMÍNGUEZ-ALCAHÚD MARTÍN-PEÑA e F.J. ALMAZÁN ARNAU, *La sostenibilidad desde el punto de vista de la supervisión del mercado de valores: instrumentos financieros y fondos de inversión*, in J.M.ª LOPEZ JIMENÉZ e A. ZAMARRIEGO MUÑOZ (dir.), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, cit., p. 83 ss.; CNMV, *La CNMV y la finanzas sostenibles*, 2020, in cnmv.es/Portal/Finanzas-Sostenibles/Indice.aspx).

¹¹⁶ A cui fa seguito un documento della *Dirección General de Entidades de la propia CNMV* datato giugno 2021 relativo a “*Preguntas y respuestas sobre la normativa de sostenibilidad aplicable a los productos financieros: Reglamento 2019/2088 (SFDR) y Reglamento 2020/852 (taxonomía)*”. Quest'ultimo risponde, básicamente, a tre domande: «¿Qué criterios debe cumplir una actividad económica para tener la consideración de sostenible en los términos del Reglamento 2019/2088 (SFDR)? ¿Qué significa el principio de no causar daño significativo (DNSH) recogido en el art. 2.bis del citado Reglamento? 2. En el caso de productos financieros que sean vehículos de inversión colectiva cerrados regidos por la Ley 22/2014, ¿aplica el Reglamento 2019/2088 (SFDR) únicamente a los que tengan el periodo de comercialización o inversión abierto, o debería aplicarse a todos los productos? 3. ¿Existe alguna limitación respecto de la posibilidad de utilización de expresiones o elementos ASG (Ambientales, sociales y de gobierno) en la denominación comercial de los productos financieros que se encuentran en el ámbito de aplicación del Reglamento 2019/2088 (SFDR)? ¿Y alguna otra limitación en las comunicaciones comerciales en general?» (la sintesi viene riportata da A.J. TAPIA HERMIDA, *Sostenibilidad financiera. La nueva normativa europea en materia ambiental, social y de gobernanza (ASG) en los servicios financieros: la CNMV publica algunos criterios para su aplicación*, in ajtapia.com/author/admin/, 10 giugno 2021).

Allo stesso modo suddivide i prodotti finanziari che incentivano lo sviluppo sostenibile in quattro fattispecie: fondi pensione e di investimento, i green e social bond, “*el capital de riesgo social que abarca las inversiones con criterios de sostenibilidad hacia empresas no cotizadas*” ed il microcredito. Sui fondi, specifica che potranno utilizzare la denominazione commerciale ESG se almeno il 50% degli investimenti compiono con le caratteristiche ambientali e sociali che promuovo.

Nella Comunicazione del 2021, la CNMV individua due classi di “impatto” da supervisionare: l’impatto soggettivo, «*porque los deberes de transparencia se deberán cumplir por los participantes en los mercados financieros; resultando afectados, en concreto, las SGIIC, las SGEIC y las entidades que presten el servicio de gestión discrecional de carteras y a los asesores financieros (entidades que presten el servicio de asesoramiento en materia de inversión)*». E l’impatto oggettivo, «*porque las normas del Reglamento 2019/2088 se refieren a información sobre la integración de los riesgos de sostenibilidad, transparencia de las incidencias adversas en materia de sostenibilidad e información en materia de sostenibilidad respecto de los productos financieros*».

Presso la Banca di Spagna vengono anche condotti *stress test* aggregati (modello *top down*) per valutare la resilienza del settore bancario spagnolo a rischi di transizione legati al clima¹¹⁷ e varie analisi empiriche per approssimare il potenziale impatto dei rischi fisici.

In tema, interviene il documento del Banco di Spagna, ottobre 2020, denominato «*Expectativas supervisoras del Banco de España sobre los riesgos derivados del cambio climático y del deterioro ambiental*», un esempio di *soft law* il cui scopo è quello di trasferire agli enti vigilati criteri indicativi di gestione del rischio di credito, in modo che possano mantenere una tensione gestionale e di aggiornamento, evidenziare in modo permanente il loro impatto sul bilancio e delimitare la loro rilevanza.

Rilevante citare la legge n. 7/2021¹¹⁸ sui cambiamenti climatici e la transizione ecologica di cui si dotata la Spagna a seguito degli ultimi sviluppi pandemici, nella quale, tra gli obiettivi, viene esplicitata l’importanza di responsabilizzare tutti gli attori del mercato sul tema ambientale anche attraverso il fomento del «*establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles, en línea con lo adoptado por la Unión Europea, que permita reorientar los flujos de capital con el fin de alcanzar un crecimiento sostenible e inclusivo*» (art. 32 ss.).

¹¹⁷ P. HERNÁNDEZ DE COS, *Sostenibilidad y cambio climático: los retos de medición y de gestión «El capital privado: inversión con impacto»*, in *BancodeEspanaEurosistema*, aprile 2022, p. 8.

¹¹⁸ M. DELGADO, *Desarrollos y regulación de las finanzas sostenibles en los ámbitos nacional e internacional*, in *BancodeEspanaEurosistema*, novembre 2021, p. 7 s.; D. FERNÁNDEZ DE GATTA SÁNCHEZ, *La ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética (entre la expectación y una cierta decepción)*, in *Foro, Nueva época*, 2021, pp. 113-170; A.B. CAMPUZANO, *El informe de información no financiera: evolución e incidencia en la Ley de Cambio Climático y en el ámbito de la gestión administrativa*, in *Revista Aranzadi de Derecho Ambiental*, 2021.

Gli articoli di questa legge stabiliscono che gli istituti di credito devono redigere, nell'ambito del rapporto di rilevanza prudenziale, una relazione annuale. Tale relazione deve riportare una valutazione dell'impatto finanziario sulla società associata ai cambiamenti climatici generati dall'esposizione della loro attività ai cambiamenti climatici. Pertanto, deve includere i rischi della transizione verso un'economia sostenibile e le misure adottate per affrontarli. Gli enti coinvolti, inoltre, dovrebbero pubblicare anche gli obiettivi specifici di decarbonizzazione inclusi nel proprio portafoglio di prestiti e investimenti, allineati con l'Accordo di Parigi a partire dal 2023.

La cornice attuale della normativa spagnola, per quanto qui di rilievo, resta la nuova *Ley 6/2023*, 17 marzo, *de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión* (LMVSI)¹¹⁹, che include in un unico testo la disciplina del mercato finanziario e la disciplina delle imprese di servizi di investimento, ed abroga i due decreti reali (RDL 21/2017 y RDL 14/2018) emanati di urgenza per sopperire al tardivo recepimento della MIFID II. Di rilievo, si diceva, in quanto risponde in generale agli obiettivi della regolamentazione finanziaria quali la corretta formazione dei prezzi, la stabilità finanziaria e la protezione degli investitori. Pur non essendo una novità, le finalità sono esplicitamente dichiarate nel *Preámbulo* e ciò con lo scopo di giustificare due fenomeni: da un lato il notevole aumento del volume della regolamentazione, che non è limitato alla LMVSI, ma ha a che fare con lo sviluppo normativo di dettaglio di alcuni dei suoi precetti; dall'altro è manifestazione della mancanza di stabilità nella regolamentazione del mercato mobiliare.

Attraverso le sue disposizioni viene tutelata la sicurezza degli investitori ad ottenere un rapporto giuridico svolto in condizioni di correttezza e onestà; ciò avviene a mezzo dell'acquisizione preventiva di informazioni sulla natura e sui rischi dell'operazione prevista, che mitigano la forte asimmetria informativa che caratterizza il mercato, e garantiscano che il consenso non sia viziato e che i clienti siano i beneficiari del gioco della libera concorrenza, potendo scegliere in modo efficiente i prodotti e i servizi adatti a loro. Queste norme sui rapporti con la clientela possono essere classificate secondo i tradizionali cinque tipi di misure caratterizzanti la *policy* europea di *soft law*, a seconda degli impegni che impongono agli intermediari finanziari: norme sull'informazione precontrattuale, relative al mandato ed alla formazione del contratto; norme sulla documentazione contrattuale; norme che regolano

¹¹⁹ A. ALONSO UREBA, *La Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión*, in *Revista de derecho del mercado de valores*, 2023.

gli ordini e l'esecuzione delle transazioni; norme di informazione alla clientela¹²⁰, i cui obblighi si collocano nella fase contrattuale o contrattuale; nonché le norme post-negoziato¹²¹.

La legge è stata recentemente completata dall'emanazione del *Real Decreto 813/2023, de 8 de noviembre, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión*¹²², che recepisce la direttiva (UE) 2019/2034 del 27 novembre 2019 relativa alla vigilanza prudenziale sulle imprese di investimento e sviluppa *lo dispuesto en el título V y en el título VIII de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, respecto de las empresas de servicios de inversión*, con riferimento a «*normas sobre los requisitos de autorización de las empresas de servicios de inversión, los requisitos de organización y funcionamiento, el capital inicial y los requisitos de solvencia de las empresas de servicios de inversión y las normas de conducta que deben cumplir en la prestación de servicios de inversión*».

6. La costruzione dei prodotti finanziari sostenibili: dai titoli di solidarietà ai *social impact bond*. Evoluzione, tipologie e differenze strutturali

1) I titoli di solidarietà

Gli esperimenti volti ad istituire una nuova forma di finanza “alternativa” alla tradizionale, inizialmente, sono stati sporadici e disorganici, connessi per lo più al vecchio modello di finanziamento ad enti *no profit* del Terzo Settore, fondato sulla leva fiscale.

Il prototipo per eccellenza di quella che viene definita «finanza alternativa di vecchia generazione» o finanza etica è costituito dai titoli di solidarietà (art. 29 d.lg., 4 dicembre 1997, n. 460), appartenenti alla cd. “area di sussidiarietà (si aggiunge, fiscalmente) incentivata”; questi trovano conforto normativo nell’art. 77 del Codice del Terzo settore in cui si dispone che gli istituti di credito autorizzati ad operare in Italia possono emettere peculiari titoli finanziari, i cui proventi devono essere destinati al finanziamento di iniziative di “interesse generale” (elencate all’art. 5 del Codice) che gli enti del Terzo Settore svolgono in via esclusiva o principale, al netto solamente delle (eventuali) erogazioni liberali disposte a favore dei medesimi.

¹²⁰ In particolare, le norme sull’informazione della clientela, sono state create con l’obiettivo di dare forma concreta al classico dovere di informazione a favore dei clienti che riguarda tutti gli agenti (art. 1720 c.c.) e tutti i commissionari (art. 263 c.p.c.) e che si applica ai contratti di questo settore quando i rapporti tra gli intermediari e clienti sono - di norma - configurati attraverso una commissione commerciale. Per motivi di certezza e per il principio di buona fede nel commercio, è necessario dettagliare l’obbligo di comunicare frequentemente le notizie che sono di interesse per il successo della transazione (C. ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, *Las normas de relación con la clientela en el mercado de valores*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2023).

¹²¹ A. MARTÍNEZ FLORES, F. GARCIMARTÍN, J.A. RECALDE CASTELLES, *La Reforma del sistema de postcontratación en los mercados de valores*, Cizur Menor (Navarra) 2017.

¹²² *Real Decreto 813/2023, de 8 de noviembre, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión* in boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2023-22763.

Vengono emessi dalle banche o da intermediari autorizzati che possono dedurre dal reddito di impresa il differenziale tra il tasso praticato all'emissione e il tasso di riferimento stabilito dalla legge, a fronte di erogazioni effettuate da «risparmiatori “sotto-remunerati”» e «previa assunzione da parte dell'intermediario di un vincolo di destinazione a favore di organizzazioni di utilità sociale»¹²³. Il meccanismo che li caratterizza è semplice ma poco funzionale: più basso è il tasso di remunerazione per l'investitore, tanto più alto sarà il vantaggio fiscale in capo agli emittenti. E ancora più basso sarà il costo del credito per le ONLUS beneficiarie.

Gli stessi, quindi, non si discostano dal vetusto modello strutturale del doppio canale donazioni private/agevolazioni fiscali¹²⁴, il cui fallimento è stato evidente¹²⁵: il ricorso all'agevolazione fiscale, infatti, funziona sul presupposto di una finanza pubblica in buona salute; questi, invece, mostrano i limiti di un prodotto che non è in grado di “gratificare” le esigenze egoistiche dell'investitore, il quale dovrebbe compensare il tasso inferiore a quello di mercato che gli viene offerto (cioè minor profitto) con la “consolazione” che gli deriva dal fatto di sostenere genericamente un'attività gestita in forma solidaristica. Ciò deriverebbe dall'erronea convinzione che sia disponibile sul mercato un surplus di ricchezza diffusa tale da consentire al risparmiatore-investitore di «postergare la massimizzazione dell'interesse egoistico-patrimoniale in cambio di un ritorno non finanziario ma di tipo sociale che, aggiunto al guadagno finanziario netto, eguaglia o supera le opportunità alternative di investimento o di consumo»¹²⁶.

È vero, però, che essi, in qualità di “primordiale” forma di obbligazione sociale, sono considerati gli antenati dei nuovi strumenti quali *social* e *green bonds* la cui disciplina sarà oggetto di investigazione. Di conseguenza, appare interessante la prima iniziale ricostruzione civilistica che li inquadra nella più

¹²³ Un sommario tentativo di inquadramento in C. RABITTI BEDOGNI, *Patrimoni dedicati*, in *Riv. not.*, 2002, p. 1125.

¹²⁴ M. GIANNINI, *Titoli di solidarietà e inadempimento dell'obbligazione di scopo*, in *Contr. impr.*, 2020, p. 699, sulle agevolazioni fiscali: «i titoli *de qua* sono oggetto di un collocamento che non comporta spese di commissione per l'investitore (comma 1 dell'art. 77). Logico corollario è che l'unica forma di remunerazione per la banca-emittente è costituita dagli interessi attivi sugli impieghi eseguiti a favore degli enti del Terzo Settore. Invero, sulla medesima linea si collocano una serie di previsioni che contemplano ulteriori incentivi per i sottoscrittori: atteso che i titoli di solidarietà acquistati dall'investitore sono soggetti alle esenzioni fiscali previsti per i medesimi redditi relativi alle «obbligazioni pubbliche» (comma 9 dell'art. 77); non concorrono alla formazione dell'asse ereditario ai fini dell'imposta di successione (comma 12 dell'art. 77); infine, non rilevano ai fini della determinazione dell'imposta di bollo sulle comunicazioni relative ai depositi titoli (comma 13 dell'art. 77). Inoltre, e sempre al fine di incentivare l'emissione dei titoli, sono previste una serie di agevolazioni anche a favore dell'istituto di credito emittente. Si tratta anzitutto di agevolazioni fiscali per l'ipotesi che l'emittente scelga di destinare una parte dei proventi derivanti dal collocamento dei titoli a erogazioni liberali a favore degli enti del Terzo Settore».

¹²⁵ «Un modello alquanto ingessato, che ha esercitato un fattore di rallentamento intrinseco sull'innovazione sociale vuoi ostacolando di fatto un'adeguata pianificazione dell'attività, vuoi deresponsabilizzando il Terzo settore rispetto all'effettivo raggiungimento degli obiettivi istituzionali» (C. MIGNONE, *Finanza alternativa e innovazione sociale: prolegomeni ad una teoria dell'«impact investing»*, in *Benessere e regole dei rapporti civili lo sviluppo oltre la crisi*, Atti del 9° Convegno Nazionale in ricordo di Giovanni Gabrielli, Napoli, 2014, p. 351).

¹²⁶ C. MIGNONE, *La finanza sociale tra tecnica ed ermeneutica*, cit.

ampia categoria dei cd. crediti di scopo¹²⁷. Come noto, il tratto distintivo di questa categoria di strumenti finanziari è la possibilità data agli investitori – attraverso la previsione, di origine legale o convenzionale, di un obbligo di destinazione della raccolta ad uno specifico scopo – di finanziare progetti predeterminati. La destinazione può essere imposta o dalla volontà delle parti o dalla volontà della legge. Nei titoli di solidarietà questa ha fonte legale: è la legge a conformare tali operazioni di prestito rendendole essenzialmente funzionali alla realizzazione di un risultato che, necessariamente, cela un interesse pubblico¹²⁸. Gli stessi vengono ricondotti alla categoria delle obbligazioni e altri titoli di debito, ovvero a titoli di massa che documentano, a fronte del trasferimento di una certa somma di denaro, l'obbligo di rimborsare il capitale alla scadenza, nonché di corrispondere (generalmente con scadenza periodica) un interesse su tale somma; a detta classificazione consegue che la loro retributività non dipende in via diretta dall'andamento dell'attività finanziata. Il sottoscrittore ottiene un guadagno esiguo e ciò a prescindere dal fatto che la ONLUS riesca effettivamente a produrre un risultato sociale positivo, misurabile *ex post* secondo parametri oggettivi.

L'originalità però risiede proprio nell'obbligo in capo al soggetto finanziato di utilizzare l'intera somma raccolta in ragione di uno specifico scopo. Questa costruzione è di evidente rilievo in quanto, ai fini della struttura del rapporto di credito, la destinazione in ordine all'impiego della somma finanziata, da elemento esterno dell'operazione economica, penetra nel negozio, assurgendo ad elemento della fattispecie e costituendo così parte essenziale del regolamento di interessi. La denominata "clausola di

¹²⁷ In merito ai crediti di scopo la bibliografia è ampia. Per tutti, si veda: M. BACCIGALUPI, *Note sul contratto di finanziamento*, in *Dir. econ.*, 1955, p. 103 ss.; M. FRAGALI, *Il mutuo di scopo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1960, p. 471 ss.; ID., *Finanziamento (diritto privato)*, in *Enc. dir.*, XVII, Milano 1968, p. 604 ss.; L. RATTIN, *Mutuo di scopo come contratto condizionato*, in *Temi*, 1972, p. 437 ss.; G.B. FERRI, *Rilevanza giuridica dello scopo nei crediti speciali*, in *Foro pad.*, 1972, p. 271 ss.; E. BROLI, *Osservazione in tema di finanziamenti di scopo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1973, p. 485 ss.; G. FERRANDO, *Appunti sul mutuo di finanziamento*, in *Foro pad.*, 1973, p. 201 ss.; P. SCHLESINGER, *Credito agevolato e mutuo di scopo*, in C. COSTI, M. LIBERTINI (a cura di), *Problemi giuridici delle agevolazioni finanziarie all'industria*, Milano, 1982, p. 273 ss.; G. FAUCEGLIA, *Brevi osservazioni in materia di tecniche sanzionatorie per le ipotesi di inadempimento dello scopo nei negozi di finanziamento*, *ivi*, p. 289; P. CLARIZIA, *La causa di finanziamento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1982, p. 611 ss., per il quale il rapporto di credito è contraddistinto dal trasferimento della proprietà di una somma di denaro o di altra quantità di cose fungibili a favore del sovvenuto e dall'obbligazione a carico di quest'ultimo di restituire il *tandemdem eiusdem generis* dopo un determinato periodo di tempo, e, salvo diversamente convenuto, dall'obbligazione di corrispondere gli interessi; C. MAZZAMUTO, *Il mutuo di scopo e le nuove forme di finanziamento pubblico alle imprese*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1983, p. 619 ss.; ID., voce *Mutuo di scopo*, in *Enc. giur.* Treccani, XX, Roma, 1990, p. 1 ss.; F. PERCHINUNNO, *Funzione creditizia e fine convenzionale*, Napoli, 1988; A. ZIMATORE, *Il mutuo di scopo*, Padova, 1988; C. RISPOLI FARINA, voce *Mutuo di scopo*, in *Dig. disc. priv.*, XI, Torino, 1994, p. 561 ss.; R. CALVO, *Recesso del creditore, mutuo di scopo e collegamento negoziale*, in *Giur. it.*, 2010, p. 240; L. BALESTRA, *Il mutuo di scopo tra "arricchimento" degli interessi perseguiti e deviazione dal modello codicistico*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2019, p. 1133.

¹²⁸ M. FRAGALI, *Il mutuo di scopo*, cit., 1960, p. 508 ss., sostiene che vi sia una «rappresentazione di un fatto futuro che si inserisce nello schema negoziale per assumere in esso valore determinante di un comportamento necessario, suscettibile di influenzare gli effetti negoziali».

scopo” ha diviso la dottrina: alla tesi più risalente che ne individua la natura di *modus* o condizione¹²⁹, si affianca l’orientamento maggioritario che la riconduce ad un “atto dovuto”, ossia ad un atto di adempimento di un’obbligazione, con la quale il finanziato si obbliga a realizzare, attraverso la somma ottenuta, un determinato obiettivo, ulteriore rispetto alla restituzione del *tandundem*. Sarebbe, dunque, una obbligazione di *facere* avente ad oggetto lo svolgimento di una attività necessaria per conseguire il fine legale o convenzionale, sia esso il compiere un’attività negoziale o realizzare un’attività materiale¹³⁰. In sintesi, il rapporto sottostante ai titoli di solidarietà si qualifica come una forma di credito con scopo legale, laddove la finalità sociale penetra sul piano strutturale quale elemento della fattispecie, imponendo all’intermediario l’obbligo di utilizzo delle somme secondo quanto specificato nella decisione di emissione titoli. Il suddetto obbligo di destinazione assume, quindi, rilevanza causale¹³¹: l’impegno del finanziato ad adempiere all’obbligazione si connota di un rilievo funzionale tale da fungere da compenso e corrispettivo della consegna della somma investita più dell’obbligazione tradizionale di remunerazione degli interessi¹³².

¹²⁹ Per il *modus*, E. SIMONETTO, *I contratti di credito*, Padova, 1953, p. 253, che parla di condizione, onere o presupposto; ricostruzione, tuttavia, che non regge dato che il modo appartiene solo ai negozi a titolo gratuito (E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, in *Tratt. dir. civ.* Vassalli, Torino, 1959, p. 551. In senso favorevole, P. COGLIOLO, *Il “modus” nei contratti*, in *Dir. comm.*, 1911, p. 179). Allo stesso modo, non regge la ricostruzione come condizione in quanto l’elemento condizionante è relativo agli effetti del contratto mentre lo scopo da raggiungere inerisce all’oggetto di un obbligo.

¹³⁰ La tesi maggioritaria è sostenuta da M. FRAGALI, *Il mutuo di scopo*, cit., p. 522 ss., il quale puntualizza che la suddetta clausola non provoca alcuna incompatibilità con l’effetto traslativo della somma e con la pienezza del godimento in capo al finanziato; né tantomeno dà luogo a vincoli e limiti di disponibilità o effetti di separazione, sulla base dell’osservazione secondo cui il finanziato può disporre delle somme ricevute nonostante la clausola di destinazione, come può disporre delle cose nonostante l’obbligo di restituzione. *Contra*, M. CONFORTINI, voce *Vincoli di destinazione*, in N. IRTI (a cura di), *Dizionari del diritto privato. Diritto Civile*, Milano, 1980, p. 871 ss. L’A. denuncia l’errore di una sovrapposizione tra il concetto di «vincolo di destinazione» e il concetto di «obbligazione scopo».

¹³¹ A. ZIMATORE, *Il mutuo di scopo*, cit., p. 210, sostiene che il credito di scopo, sotto il profilo delle prestazioni, imponga al debitore di restituire la somma raccolta, di corrispondere i relativi interessi, ma anche di compiere gli atti funzionali alla destinazione; sotto il profilo della funzione economico-sociale del negozio, «non si esaurisce, come di ordinario, nel consentire il godimento del denaro mutuato, ma concerne la (futura) destinazione dello stesso, essendo la disponibilità della somma strumentale all’interesse (pubblico, nel mutuo di scopo legale) di conseguire la finalità stabilita»; sotto il profilo del rapporto tra le prestazioni, in quanto la prestazione di scopo ancor più di quella degli interessi, assume rilievo corrispettivo dell’attribuzione della somma. In giurisprudenza, Cass. 10 giugno 1981, n. 3752, in *Foro it.*, 1982, I, p. 1688, con nota di L. NIVARRA, *Il contratto di finanziamento tra codice e legislazione speciale*, nella quale per la prima volta si afferma che nel sinallagma contrattuale la prestazione di scopo «ancor più che quella di interessi, assume rilievo corrispettivo dell’attribuzione della somma». Più di recente, Cass. 3 dicembre 2007, n. 25189, in *Contr.*, 2008, p. 561, con nota di L. MARTONE, *Mutuo di scopo e apertura di credito* e in *Riv. dir. civ.* 2009, II, p. 163, con nota di D. FARACE, *Incertezze giurisprudenziali sulla consensualità del mutuo di scopo*; Cass. 30 marzo 2015, n. 6395, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015, I, p. 791, con nota di J. WILES, *Il mutuo di scopo edilizio e l’impossibilità “ab origine” di realizzazione dello scopo legale: quali conseguenze?*; Cass. 19 ottobre 2017, n. 24699, in *Contratti*, 2018, p. 415, con nota di M. RENNA, *Il mutuo di scopo convenzionale: elementi strutturali e funzionali*.

¹³² Con riferimento agli interessi, si è parlato di “onerosità attenuata” (M.S. GIANNINI, *Il finanziamento alle imprese con le risorse della collettività*, in *Giur. comm.*, 1977, p. 18). L’art. 77, infatti, dispone che «Gli emittenti possono applicare un tasso inferiore rispetto al maggiore tra i due tassi di rendimento sopra indicati, a condizione che si riduca corrispondentemente il tasso di interesse applicato sulle correlate operazioni di finanziamento (...)».

Alla luce della qualifica assunta dall'obbligazione di disposizione della somma resta da studiare il tema della mancata attuazione del vincolo di scopo (art. 77, comma 6). La risposta a tale quesito, benché solo parzialmente rilevante perché riferita ad uno strumento finanziario appartenente ad una prima generazione di prodotti alternativi con scopo sociale, può aiutare nel prosieguo della ricerca a fornire degli spunti per risolvere il problema della lesione dell'interesse non patrimoniale alla sostenibilità dell'investitore nel mercato della finanza sostenibile.

Anche nel caso dei titoli di solidarietà, infatti, ci si è posti la domanda se l'investitore sia titolare di un interesse proprio all'adempimento della prestazione di finanziare gli enti del Terzo Settore e, di conseguenza, se in caso di risposta affermativa egli tenga diritto ad alcun rimedio in caso di inadempimento dell'obbligo di destinazione da parte dell'intermediario¹³³. E ciò nonostante la genericità che ammantava il vincolo di destinazione del finanziamento. Se, infatti, le modalità con le quali il finanziatore ha riversato sul Terzo settore i benefici fiscali ricevuti sono oggetto di vigilanza amministrativa, nessun potere è attribuito al sottoscrittore nel selezionare l'oggetto sociale da finanziare, e neppure le singole ONLUS beneficiarie.

Inizialmente, mancando una norma apposita che fornisse una risposta, e riprendendo gli studi sul mutuo di scopo, si è sostenuta la possibilità di utilizzare l'art. 1453 c.c., ossia la risoluzione per inadempimento. La corrispettività tra la consegna del denaro e l'adempimento dello scopo "sociale" consentirebbe l'uso del suddetto rimedio e la conseguente restituzione del capitale¹³⁴.

A seguito dell'ingresso, nell'art. 77, comma 6, della obbligazione di acquisto di titoli di Stato in caso di mancato impiego delle somme raccolte per lo scopo prestabilito entro 12 mesi, a cui consegue la permanenza del finanziamento che impedisce l'uso del rimedio caducatorio (secondo un principio di conservazione del prestito), la determinazione legale della destinazione per raggiungere un risultato di interesse pubblico parrebbe giustificare la presenza del solo interesse dello Stato al finanziamento di enti del terzo settore.

sottintendendo così la possibilità di riconoscere di un tasso finanche inferiore a quello di mercato da corrispondere all'investitore, a fronte di interessi agevolati applicati agli enti del Terzo Settore nel ricorso al credito.

¹³³ In realtà, al mancato finanziamento degli enti del terzo settore così come prestabilito entro 12 mesi dal collocamento dei titoli, consegue l'obbligo per la banca emittente di «sottoscrizione o acquisto di titoli di Stato italiani aventi durata pari a quella originaria dei relativi titoli» ex art. 77, comma 6. A ciò consegue che detto inadempimento assuma una duplice rilevanza nel rapporto tra l'istituto di credito e l'investitore: da un lato, rileva come inadempimento dell'obbligazione di destinazione (principale) e, dall'altro, provoca l'obbligo di eseguire una diversa prestazione. Questo al punto che c'è chi ha suggerito che l'obbligazione successiva possa assumere i connotati della clausola penale (v. A. MARINI, *La clausola penale*, Napoli, 1984, p. 52 ss., il quale discorre di «sanzione a struttura obbligatoria quale conseguenza dell'inadempimento o di ritardo dell'inadempimento»). La tesi decade per assenza di carattere risarcitorio della stessa. Inoltre, ragionando diversamente si assegnerebbe il risarcimento a un soggetto che non è il creditore del rapporto obbligatorio.

¹³⁴ Contra, M. FRAGALI, *Il mutuo di scopo*, cit., p. 530, il quale respingendo la tesi della corrispettività parteggia per il rimedio del recesso. Ciò in quanto l'inadempimento dell'obbligazione di impiego è la stessa dell'inadempimento delle singole rate ex art. 1819 c.c.

Detta ricostruzione tuttavia è smentita anche solo per il fatto che il negozio giuridico tra istituto e cliente vede l'investitore come creditore. Lo Stato è soggetto che resta esterno al rapporto, né tantomeno ne è parte il destinatario a cui viene consegnata la somma raccolta che resta solo beneficiario del comportamento dovuto dalla banca (altro è il titolare del diritto soggettivo cui corrisponde un dovere giuridico).

Pertanto, se l'inadempimento è imputabile all'intermediario ed il creditore è il cliente, non risulta peregrina l'ipotesi di invocare una tutela risarcitoria da parte dell'investitore per il mancato adempimento dell'obbligazione di destinazione originaria. L'interesse proprio di quest'ultimo il quale, in uno slancio di solidarietà, è disposto anche a sacrificare un rendimento più alto per finanziare certi enti, esiste ed è di natura non patrimoniale, in linea con l'art. 1174 c.c.; si riconosce, dunque, la sussistenza di un interesse non patrimoniale a che il capitale investito venga utilizzato per finanziare attività sociali. Se ciò non accade si può considerare presente una responsabilità contrattuale in capo alla banca la quale verrà chiamata a risarcire l'investitore per la lesione del suddetto interesse.

Il discorso appena compiuto getta le basi per riflessioni future in merito alla gestione e tutela dell'interesse non patrimoniale alla sostenibilità dell'investitore nel mercato dei nuovi investimenti sostenibili e di impatto.

2) Le obbligazioni tematiche

(i) *Green, social, sustainable and sustainable linked bond.*

L'obbligo di destinazione, come si accennava, può avere anche natura convenzionale ed essere imposto dalla volontà delle parti. Si pensi alla costruzione di altro tipo di obbligazione "tematica", come i *green* e *social bond*, entrambi definiti e regolati nei loro principi generali dai Green Bond Principles 2014 e Social Bond Principles 2017, emanati da ICMA (*International Capital Market Association*)¹³⁵. I primi, contemplati, altresì, nei recenti accordi in tema di salvaguardia dell'ecosistema (v. Accordo di Parigi 2015), sono titoli obbligazionari i cui proventi devono esser destinati in via esclusiva a finanziare progetti a tutela dell'ambiente (energie rinnovabili, prevenzione dall'inquinamento, salvaguardia del territorio); i secondi sono obbligazioni societarie i cui proventi devono essere destinati – generalmente solo in parte – per sostenere, sia con finanziamenti che con erogazioni liberali, lo sviluppo di progetti significativi nell'ambito dell'innovazione sociale. Questi ultimi sono stati sperimentati prevalentemente

¹³⁵ Entrambi i testi, aggiornati rispettivamente al 2022 e 2023, sono disponibili alla pagina [icmagroup.org](https://www.icmagroup.org). Per i *Green Bond* la definizione data è questa: «*Green Bonds are any type of bond instrument where the proceeds or an equivalent amount will be exclusively applied to finance or re-finance, in part or in full, new and/or existing eligible Green Projects (see Use of Proceeds section below) and which are aligned with the four core components of the GBP. Different types of Green Bonds exist in the market. These are described in Appendix I*» (versione 2021). I *Social Bond*, invece, sono: «*any type of bond instrument where the proceeds, or an equivalent amount, will be exclusively applied to finance or re-finance in part or in full new and/or existing eligible Social Projects (see Use of Proceeds section) and which are aligned with the four core components of the SBP. Different types of Social Bonds exist in the market. These are described in Appendix 1*» (versione 2023).

dagli intermediari specializzati che operano nei sistemi giuridici di area anglosassone e nordamericana, allo scopo di offrire una risposta alla crisi del *welfare* pubblico attraverso meccanismi del tipo “*payment-by-results*”¹³⁶.

Al contrario, i *green bonds* hanno avuto e stanno ottenendo un successo mondiale, complice il rilievo dato alla questione climatica. A riprova di quanto detto, la molteplicità di definizioni date al titolo *green*, fondate su criteri di valutazione spesso molto diversi l'uno dall'altro, nonché il pernicioso proliferare di metodi di misurazione e accertamento dell'impatto ambientale (e sociale).

Le definizioni standard proposte da ICMA, infatti, (e ciò vale anche per i *social bond*) non risultano pienamente funzionali allo scopo, essendo prive di efficacia normativa e ispirate a criteri non del tutto omogenei in un mercato di dimensioni globali in forte via di espansione che necessita di una standardizzazione.

Il numero di emittenti privati che emanano *bond* verdi è in netta crescita¹³⁷. Alla stessa BEI (Banca Europea degli Investimenti) è stato chiesto dalla Commissione Europea di trasformarsi definitivamente in una “Banca per il clima”, dismettendo tutti i finanziamenti per i progetti di energia dai combustibili fossili e l'allineamento di tutti gli altri finanziamenti con gli Accordi di Parigi¹³⁸.

¹³⁶ Pone l'accento sull'affermarsi di nuove tipologie di contratti, «alcune ignote ai codici, nonché alla stessa elaborazione dottrinale e giurisprudenziale», E. CAPOBIANCO, *Globalizzazione, mercato, contratto*, in *Pers. merc.*, 2017, p. 138, che ravvisa una particolare dinamica della globalizzazione proprio nel difficile rapporto tra la «circolazione di modelli contrattuali stranieri» e le «rigidità» che vi contrappongono i sistemi giuridici nazionali.

¹³⁷ Basti fare due esempi. Il primo riguarda la Germania, la cui banca nazionale di promozione, la *Kreditanstalt für Wiederaufbau*, si impegna a finanziare la transizione energetica, ad esempio, emettendo nel 2014, i “*Green Bonds - Made by KfW*”, attraverso i quali mette in connessione la politica di finanziamento dei progetti di protezione climatica con il mercato dei capitali. Gli investitori vengono incentivati alla partecipazione grazie alle garanzie offerte da KfW (che gode di un elevato *rating*), e alla liquidità di questi *bond*. L'emissione degli stessi è incardinata all'interno di uno specifico programma di investimento ambientale, il c.d. “*Erneuerbare Energien*” (“*KfW Renewable Energies Programme – Standard*”) che rende trasparente la allocazione dei proventi di tali obbligazioni, investiti per il finanziamento di infrastrutture sostenibili soprattutto nel campo dell'eolico e degli impianti fotovoltaici. Interessante il fatto che l'utilità del capitale privato investito in alcuni settori è apertamente riconosciuta dal governo, il quale, molto spesso, chiede l'attuazione di programmi di finanziamento di questo tipo, supportandoli anche con sussidi. In realtà, il vero “Stato sviluppatista” inteso come Stato che ha come obiettivo prioritario lo sviluppo economico da realizzare attraverso la sinergia fra intervento pubblico e mercato, è la Cina (C. JOHNSON, *MITI and the Japanese Miracle: The Growth of Industrial Policy, 1925-1975*, Stanford, 1982). La Banca cinese per lo sviluppo (Cdb), nata nel 1994 come istituzione finanziaria pubblica sotto la direzione del Consiglio di Stato della Repubblica Popolare Cinese per sostenere le politiche macroeconomiche dello stesso, è al momento la banca pubblica di sviluppo più attiva al mondo nel campo dei finanziamenti di progetti verdi (sul tema M. MAZZA, *Diritto ambientale ed energie rinnovabili in Cina*, in *Riv. quad. dir. amb.*, 2016, p. 231 ss.). Dal 2010 la Cdb ha esteso le sue linee di credito a tassi agevolati a favore dell'energia solare ed eolica, contribuendo a far diventare la Cina il primo mercato mondiale per la produzione di tali energie (B. CELATI, *L'intervento pubblico per la riconversione ecologica dell'economia. Modelli, strumenti e prospettive giuridiche*, Milano, 2021, p. 143 ss., per approfondimenti).

¹³⁸ Come fa notare B. CELATI, *op.cit.*, p. 133, nota 28, il report *The Eu climate bank – Greenwashing or a banking revolution?*, pubblicato dalla “coalizione di Ong” Counter Balance, nel luglio 2020, disponibile al link: amisdelaterre.org/wp-content/uploads/2020/07/eu-climate-bankreport.pdf, evidenzia come la Bei stia continuando a finanziare progetti dannosi per l'ambiente e la società, soprattutto nel settore dei trasporti e dell'energia, anche a causa di atteggiamenti ondivaghi della Commissione UE che, da un lato vuole promuovere la transizione verde ma dall'altro cerca di assicurare gli Stati azionisti che il cambiamento nel modello di investimento sarà graduale.

Non è più possibile, dunque, ricorrere a ciò che un tempo veniva definito “*self labelling*”, ossia a soggetti – per quanto dalla professionalità ed affidabilità elevata (come *multilateral develop bank*) – che autonomamente auto attribuivano l’etichetta *green* al prodotto senza nemmeno il vaglio di un revisore esterno, lasciando al mercato l’arduo compito di scindere tra titoli sostanzialmente o formalmente orientati a generare impatti ambientali. Tuttavia, nonostante il passaggio ad un modello di *external review* e nonostante le innumerevoli normative tassonomiche e orientate alla standardizzazione, la caoticità dei dati, forniti dalle stesse imprese coinvolte e impossibili da verificare (quindi non attendibili) e le opinioni contrastanti degli operatori di mercato su chi o cosa possa essere davvero definito “sostenibile”, vede sempre più spesso l’attribuzione dell’etichetta *green* ad alcuni strumenti, nati in un certo contesto, e negata ad altri identici ma costruiti in contesti differenti¹³⁹.

Per ovviare al problema, l’Unione Europea, conscia del ruolo assunto dalle obbligazioni ecosostenibili come principale strumento per finanziare gli investimenti relativi alle tecnologie ecosostenibili, all’efficienza energetica e delle risorse, nonché alle infrastrutture di trasporto ecosostenibili e alle infrastrutture di ricerca, ha emanato il Regolamento (UE) 2023/2631, sulle obbligazioni verdi europee e sull’informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità, che stabilisce una volta per tutte (?)¹⁴⁰ quali siano i requisiti necessari per avvalersi della denominazione “obbligazione verde europea o EUGB”¹⁴¹. In particolare, si ritiene che l’attribuzione della qualifica spetti solo a titoli che, entro la loro scadenza (massimo 10 anni), destinino l’importo totale dei fondi raccolti ad attività conformi con gli standard indicati nella tassonomia UE.

Il regolamento è uno *step* essenziale per la costruzione di un modello unitario di *bond* verde e un punto di partenza per la elaborazione di una normativa affine anche per gli altri strumenti finanziari sostenibili.

Ai primi due citati, infatti, si aggiunge un terzo strumento, considerato come una sorta di «via di mezzo» tra i primi due, il cd. *sustainability bond*¹⁴² accomunato dalla *policy* di “*Use of proceeds*”,

¹³⁹ Per una visione critica del settore dei *green bond*, su cui si ritornerà, si veda G. IERMANO, *I green bond tra incertezze definitorie e nuove prospettive de iure proponendo alla luce della recente proposta di Regolamento europeo*, in C. QUIRICI (a cura di), *Gli investimenti socialmente responsabili nell’Unione europea. Dalle origini ai green bond*, Torino, 2022, p. 113 ss.

¹⁴⁰ Non esiste la certezza che il regolamento possa mettere un punto fermo alla disciplina, stante le criticità che, ad una prima lettura emergono. Già solo il criterio principale per l’attribuzione dell’etichetta potrebbe non essere risolutivo. Se la qualifica spetta ai titoli che destinano il risparmio raccolto ad attività che rispettano gli standard della tassonomia verde europea, sicuramente si creerà molto contraddittorio. Come è stato già rilevato a suo tempo, la tassonomia verde non è esente da critiche proprio con riferimento a quali requisiti rendono *green* un’attività rispetto ad un’altra.

¹⁴¹ Il regolamento è disponibile in eur-lex.europa.eu/legal-content/it/txt/pdf/?uri=oj:l_202302631.

¹⁴² M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, cit., p. 1278, nota 131: «Si è assistito ad una crescita costante delle emissioni di *green bonds*, a partire dal 2007 e durante la crisi pandemica da Covid-19, sia per iniziativa di istituzioni finanziarie

ovvero dalla utilizzazione dei proventi esclusivamente per finanziare o ri-finanziare una combinazione di progetti verdi e sociali¹⁴³, ed allineato alle quattro componenti fondamentali che qualificano i *green* e *social bond*.

In verità, alla lista occorrerebbe anettere anche un quarto strumento, il *Sustainability-Linked Bond* (l'obbligazioni "legata" alla sostenibilità), definito dalle linee guida (*Sustainability-Linked Bond Principles* (SLBP) in 2020)¹⁴⁴ quale «prestito obbligazionario dotato di caratteristiche finanziarie e/o strutturali che possono variare a seconda che l'emittente raggiunga o meno obiettivi di sostenibilità/ESG predefiniti». L'emittente, pertanto, si impegna espressamente a raggiungere determinati risultati "sostenibili" in un tempo predefinito, basando quindi il successo sulle sue *performance* di sostenibilità. Detto strumento può essere costruito in vari modi combinando, ad esempio, l'approccio dei *green* e *social bond* con quello dei *sustainability bond*. La differenza tra i primi tre e quest'ultimo, tuttavia, risiede nel fatto che i proventi del SLB sono destinati ad essere utilizzati per scopi generali, non essendo il loro specifico uso un fattore determinante per la loro classificazione. Ciò non toglie che venga richiesto agli emittenti di pubblicare una relazione di verifica che delinea la *performance* dello strumento,

pubbliche caratterizzate da una *mission* sociale, sia, in una seconda fase, ad opera di banche e investitori privati, anche nel resto d'Europa. Accanto ai *green bonds* si collocano i "*climate-aligned*" *bonds*, strumenti finanziari obbligazionari che non sono *green* in senso stretto, ma i cui emittenti operano in settori che sostengono la transizione verso un'economia a basso impatto ambientale. Più di recente si assiste alla diffusione dei *sustainability bonds*, che hanno ormai ampiamente superato i *green bonds* in termini di volume di *asset* e patrimoni gestiti, e che le proiezioni di investimento danno in crescita nella decade 2020-2030; così è in crescita anche il settore dei *social bonds*, segmento di mercato non ancora maturo ma che al pari dei *sustainability bonds* ha avuto una crescita relativa più elevata rispetto ai *green bonds*, anche con emissioni riservate alla clientela professionale. Anche nel caso dei *social bonds*, peraltro, gli effetti della crisi economico-finanziaria seguita alla pandemia da Covid-19 hanno incentivato a differenziare le tipologie di iniziative finanziate. A partire dal 2016 è in crescita, infine, anche il mercato degli *ESG-the med Exchange-Traded Funds (ETFs)*, e i dati mostrano *performance* elevate degli ETF con elevati requisiti ESG. Complessivamente, quello di *green bonds*, *sustainable bonds* e *social bonds*, il c.d. macro-segmento finanziario GSS, ha segnato un +52% nel 2019 rispetto al 2018 e un volume di affari complessivo nel 2020 di 491 bilioni di dollari. Nel corso del 2021, il mercato delle obbligazioni *green*, *social* e *sustainability* è cresciuto fino a oltre 1,8 trilioni di euro. Riguardo al 2022, l'Unione europea ha assunto l'impegno di emettere fino a 250 miliardi di euro in *green bonds* per sostenere il piano di *recovery*, e così anche le emissioni di *sustainability bonds* dovrebbero crescere fino a 250 miliardi di euro nel 2022. Pesa, tuttavia, il mancato completamento della tassonomia UE, ancora embrionale, ciò che incide sulla crescita a lungo termine perché gli emittenti non hanno ancora gli strumenti necessari per definire gli usi ammissibili dei proventi. Pesa, inoltre, la mancanza di una definizione normativa unitaria dei prodotti finanziari GSS, che trovano una definizione solo nei *green bonds principles* elaborati dall'*International Capital Markets Association*, che però non hanno, evidentemente, alcuna valenza normativa». Sull'evoluzione dei primi e sui *social bond*, C. PILEÑO MARTINEZ, *La protección del inversor en el programa de notas a medio plazo*, Spagna, 2018, p. 370 ss.

¹⁴³ Le *Sustainability Bond Guidelines* sono state emanate per la prima volta nel 2017 ed aggiornate al 2021, illustrano le caratteristiche principali e le componenti fondamentali di questo specifico bond. Le stesse, si precisa, sono linee guida procedurali non vincolanti, non costituiscono un'offerta di acquisto o di vendita di titoli, né rappresentano alcuna forma di consulenza specifica (fiscale, legale, ambientale, contabile o regolamentare) in relazione ai *Sustainability Bond* o ad altri titoli. Le Linee Guida sui *Sustainability Bond* non creano alcun diritto, né responsabilità in capo a nessun soggetto, pubblico o privato che sia. Sono disponibili al sito icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Italian-SBG_2018-06.pdf

¹⁴⁴ *Sustainability-Linked Bond Principles (SLBP)*, in icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2020/Italian-SLBP2020-06-280920.pdf. Questi individuano le cinque componenti fondamentali in: 1. Selezione dei *Key Performance Indicators* (KPIs); 2. Ponderazione dei *Sustainability Performance Targets* (SPTs); 3. Caratteristiche del *bond*; 4. Rendicontazione; 5. Verifica.

l'impatto e la tempistica di realizzazione dello stesso e, soprattutto, come tutti questi elementi influenzino le condizioni finanziarie e strutturali del *bond*. Peculiarità fondamentale dello stesso, infatti, è la variazione che subiscono le suddette caratteristiche a seconda che i KPI scelti (*Key Performance Indicators*, metriche quantificabili utilizzate per misurare le prestazioni di indicatori selezionati) raggiungano o meno i cd. *Sustainability Performance Targets*, ovvero gli obiettivi di miglioramento dei *Key Performance Indicators* quantificabili e sui quali gli emittenti si impegnano a rispettare una tempistica predefinita. La variazione più comune, di solito, riguarda la quantificazione della cedola¹⁴⁵.

La possibilità di perseguire anche obiettivi ambientali ha permesso al legislatore europeo di includere anche i SLB nel novero degli strumenti protagonisti del regolamento citato.

In linea generale, però, in tutte le fattispecie citate si prevede che la decisione dell'ente di emettere i titoli obbligazionari si estenda fino a determinare le finalità per il quale il titolo è emesso e il prestito è concesso; pare, dunque, che la realizzazione del beneficio comune, ambientale o sociale, si compenetri in un certo qual modo nella causa contrattuale. L'elemento caratterizzante gli stessi, infatti, è rappresentato dall'impossibilità per l'emittente di poter sviare la somma raccolta dal perseguimento del fine dichiarato nella delibera di emissione; ciò in quanto lo scopo previsto è oggetto di un'obbligazione che si aggiunge a quella tradizionale di restituzione del prestito¹⁴⁶. Dalla parte dell'investitore, invece, si palesa un soggetto il cui fine non è il semplice affidamento di un proprio capitale all'operatore autorizzato, nella prospettiva di vederlo rimborsato alla scadenza maggiorato degli interessi, bensì

¹⁴⁵ Per rendere più concreto il discorso, si può fare l'esempio del primo SLB italiano offerto alla clientela *retail*. Si fa riferimento al prestito obbligazionario *Eni obbligazioni sustainability-linked 2023/2028* quotato sul mercato telematico della Borsa italiana spa (MOT) e dotato di *rating*. Peculiare il fatto che la misura della sostenibilità del prodotto sia stata data non dalle regole SFDR e dal "Regolamento Prospetto" (reg. 2017/1129) bensì attraverso la definizione fornita da ICMA, *International Capital Market Association*, la quale stabilisce che la destinazione dei proventi della raccolta tramite obbligazioni sostenibili non è vincolata al finanziamento di specifici progetti ambientali, ma possa essere liberamente utilizzabile per l'attività caratteristica dell'emittente (pur collegata, per l'ENI nel caso specifico, ai suoi obiettivi di sostenibilità). A ciò consegue che la qualificazione ESG del bond sia dovuta al fatto che la stessa ENI lo ricolleggi al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità che si è data nel piano di transizione. «Il meccanismo, definito di step up (eventuale), prevede un tasso fisso minimo predefinito ed una penalità per l'emittente, applicabile all'ultimo anno di vita dell'emissione, e senza effetto retroattivo, secondo cui il mancato raggiungimento degli obiettivi (sostanzialmente la riduzione delle emissioni di Co2 — "gas serra" e l'incremento dell'utilizzo delle fonti rinnovabili per la generazione di energia comporterà una maggior remunerazione dell'investitore di 0,5% oltre al tasso minimo garantito. La remunerazione dell'investitore, quindi, è parzialmente legata al miglioramento raggiunto dall'emittente in tema di sostenibilità» (M. LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Dir. comm. int.*, 2023, p. 76 s).

¹⁴⁶ Come sostiene M. COSSU, *op.ult.cit.*, p. 1280, tutti questi strumenti non sono altro dal punto di vista strutturale, che pure e semplici obbligazioni di diritto comune, che se quotate vengono negoziate in specifici segmenti del mercato obbligazionario, e che si caratterizzano, rispetto alle altre obbligazioni corporate, per il motivo dell'emissione, ovvero per lo specifico progetto sostenibile che l'accompagna. Il requisito "green", "sustainable" o "social" è proprio dell'investimento, dunque, e non degli strumenti finanziari, sebbene, poi, si distingua tra obbligazioni con destinazione specifica dei proventi e obbligazioni legate alla sostenibilità, c.d. *sustainability-linked*. Occorre, tuttavia, fare attenzione all'utilizzo "leggero" del termine "motivo" che in diritto possiede, ovviamente, una chiara connotazione che, nel contesto di riferimento, potrebbe non solo portare a svilire la portata dell'obiettivo sostenibile ma, altresì, avere delle ripercussioni sull'investitore e sui rimedi a tutela in caso di "tradimento" del suddetto obiettivo.

l'acquisto di tali prodotti per ottenere la remunerazione dell'investimento in una alla realizzazione di uno specifico scopo di investimento. Detto interesse non si arresta alla sfera dei motivi, ma assume piena rilevanza giuridica, fondando un preciso obbligo di condotta in capo al soggetto finanziato¹⁴⁷. L'investitore, dunque, in *social* e *green bonds* manifesta un interesse alla gestione delle risorse destinate e al conseguente controllo sull'operato dell'emittente (diritto all'informazione ed al controllo).

Dal punto di vista civilistico, si ha una compenetrazione funzionale della «realizzazione di un beneficio comune nella causa contrattuale dello strumento finanziario, così che la causa del contratto assume in concreto una configurazione originale, che distanzia questi strumenti dalle obbligazioni, e dalla causa di mutuo, e ne impone l'assoggettamento, nella sua complessità funzionale, a controlli di liceità e meritevolezza degli interessi perseguiti»¹⁴⁸. La particolarità della funzione negoziale sta nel concorso degli interessi economici, quali la restituzione del capitale e il pagamento degli interessi, con quelli non economici, quale la generazione di un beneficio comune a opera dell'emittente, da realizzarsi per mezzo del capitale raccolto con l'emissione.

Vero è che la diffusione dei modelli di *common law* nel sistema europeo non ha raggiunto i livelli attesi. Una delle ragioni risiede nel fatto che la previsione degli obblighi informativi, in questa materia, non è sufficiente ad evitare l'insorgenza di criticità che sono pressoché scontate quando in un regolamento patrimoniale, il cui esito è fisiologicamente governato da fattori probabilistici puramente esterni al contratto, si inseriscono fattori e rischi di carattere socio-ambientale che per loro natura rifuggono da misurazioni quantitative e standardizzate: si pensi, ad esempio, alla misurazione dell'impatto sociale di servizi pubblici in settori nevralgici dello stato sociale, quali l'integrazione dei migranti, il reinserimento dei lavoratori esclusi o marginalizzati, il contrasto alla dispersione scolastica, l'alloggio sociale ecc.

(ii) In particolare, i *social impact bond*

¹⁴⁷ M. GIANNINI, *Titoli di solidarietà e inadempimento dell'obbligazione di scopo*, cit. p. 692 s.

¹⁴⁸ Come nota giustamente D. LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, cit., p. 125, nota 29, che «se è vero che gli atti di autonomia privata non sono meritevoli di per sé, ma il giudizio circa la meritevolezza deve ispirarsi a valori fondamentali dell'ordinamento espressi da fonti normative nazionali o sovranazionali» (P. PERLINGIERI, *Il «diritto privato europeo» tra riduzionismo economico e dignità della persona*, in *Eur. dir. priv.*, 2010, pp. 345 ss., a p. 349), e che «la volontà del singolo diviene operativa e vincolante solo se posta al servizio di uno scopo economico e sociale riconosciuto e garantito dal diritto» (S. MAZZAMUTO, *A proposito del libro di Mario Barcellona «Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza»*, in *Eur. dir. priv.*, 2015, p. 469 ss.), l'investimento in ragione dei risultati non finanziari sembrerebbe trovare legittimazione nel nostro quadro costituzionale. Ciò, in primo luogo, in ragione dell'art. 41 Cost. che, «attribuendo al principio di libertà di iniziativa economica rango costituzionale, individua nell'«utilità sociale», nei «fini sociali» e nella considerazione della «dignità» della persona umana i limiti alla stessa autonomia. Conseguentemente, e *a fortiori*, deve ritenersi conforme al quadro costituzionale quell'iniziativa privata che fa dell'utilità sociale e dei fini sociali, non più un limite all'autonomia, ma un (ulteriore) obiettivo dell'attività (che rimane di natura) economica».

L'esempio pratico di quanto appena affermato si riscontra nella storia giuridica di uno tra i modelli *impact first*¹⁴⁹ più noto: il *social impact bond*¹⁵⁰, la cui operazione economica alla base ha rappresentato l'espressione più eminente del principio di sussidiarietà orizzontale di cui all'art. 118 cost., perché testimone di quel *welfare* civile in cui l'iniziativa privata si integra con altri poteri per confluire poi nell'ordinamento complessivo «come parte ora attuativa, ora conformativa, ora creativa e costitutiva»¹⁵¹.

Detto strumento assume un rilievo particolare proprio per la struttura peculiare e complessa e per l'architettura contrattuale multipla e flessibile che ridefinisce dall'interno la dinamica investimento-risultato, con particolare riferimento al profilo funzionale descrittivo dell'interesse posto al centro della situazione giuridica del finanziatore.

Semplificando, la finalità della partecipazione a questo tipo di obbligazione tematica è il raggiungimento di uno specifico impatto sociale. L'investitore presta denaro per lo sviluppo di un determinato progetto sociale, "scommettendo" sulla riuscita dello stesso. Se l'operazione va a buon fine, l'investitore ottiene la restituzione del capitale di partenza più un determinato guadagno ulteriore, commisurato alla percentuale di riuscita dell'attività finanziata. Per tale ragione il *social impact bond* rientra tra gli strumenti definiti di "*payment by result*" (pagamento in base al risultato).

Al momento di avvio della raccolta di capitale, quindi, la matrice dei pagamenti risulta condizionata all'andamento di un variabile «mai sperimentata prima in finanza»¹⁵², una variabile sociale, quindi, umana. «L'impatto sociale generato dall'attività finanziata configura un sottostante che dipende, in parte, dall'adeguatezza – quantitativa e qualitativa – delle prestazioni erogate dal *service provider*, ma

¹⁴⁹ Questo si presenta come un'operazione ad alto rischio che, in linea teorica, può essere modulata sulla scorta del rendimento degli strumenti di raccolta. Se si allinea ai tassi di mercato, viene definito strumento *financial first*; se si attesta al di sotto della redditività che il mercato assegna a investimenti connotati dal medesimo livello di rischio, viene chiamato *impact first*. Nel primo caso, si rivolge principalmente agli investitori quali centri di interessi che selezionano investimenti in grado di offrire un rendimento adeguato al livello di rischio, producendo al contempo alcuni benefici sociali. Nel secondo caso, fa riferimento agli investitori che sono disposti coniugare un'alta percentuale di effetti sociali o ambientali con una gamma di rendimenti inferiori a quelli che il mercato assegna a investimenti ad alto rischio. Per questa distinzione v. J. FREIREICH e K. FULTON, *Investing for Social & Environmental Impact. A design for Catalyzing An Emerging Industry*, 2009, in *monitorinstitute.com*; M. FALKOWSKI e P. WISNIEWSKI, *Impact Investment as New Investment Class*, in *Rev. Bus. Econ. Studies*, 2013, 1, p. 78 ss.

¹⁵⁰ R. RANDAZZO, *Social Impact Bond: un nuovo strumento per la finanza sociale*, in *Enti non profit*, 2011, 7, p. 38 ss.; A. DEL GIUDICE, *I social impact bond*, Milano, 2015, il quale specifica che il termine *bond* non indica la natura del titolo, ma il collegamento tra redditività e risultati sociali; M. ARENA, I. BENGIO, M. CALDERINI e V. CHIODO, *Social Impact Bonds: New Finance or New Procurement?*, in *Oxford J. Finance and Risk Perspectives*, 2015, vol. 4, *Special Issue of Social and Sustainable Finance*, p. 168 ss.; A. COSTA, P. LEOCI e A. TAFURO, "*Social Impact bonds*": *Implications for government and Non-Profit Organizations*, in *Review of Business and Economics Studies*, 2014, 2, p. 58 ss.; G. PASI, *I social impact bond: nuovi schemi negoziali tra misurazione dell'impatto e finanza strutturata*, in F. MAINO e M. FERRARA (a cura di), *Secondo rapporto sul secondo welfare in Italia*, Centro di Ricerca e Documentazione Luigi Einaudi, 2015, p. 331 ss.

¹⁵¹ P. PERLINGIERI, *La sussidiarietà nel diritto privato*, in *Rass. dir. civ.*, 2016, p. 687.

¹⁵² A. DEL GIUDICE, *I social impact bond*, cit., p. 106.

che in parte risente di fattori non controllabili da alcun attore dell'operazione»¹⁵³. I progetti finanziati possono prevedere, ad esempio, la riduzione del numero di senzatetto per le strade, la riabilitazione di tossicodipendenti, l'inserimento lavorativo di madri, ecc. Tutti gli obiettivi sottostanti all'operazione, dunque, sono obiettivi "a elevata componente relazionale", riconducibili quasi totalmente al settore dei servizi sociali. L'investitore "tradizionale" si trova, perciò, a dover soppesare la redditività dello strumento a fronte di un rischio – la probabilità che l'impatto sul benessere si verifichi oppure no – estremamente difficile da valutare. Molto spesso, inoltre, la valutazione viene fatta in assenza di informazioni dirette riguardanti la variabile sociale, perché carenti di metriche sociali efficaci che consentano di prevedere, quantomeno astrattamente, la percentuale di possibilità di riuscita dell'operazione.

Nella sua struttura più consolidata, quindi, il SIB è una forma di partenariato pubblico-privato mediante il quale investitori privati forniscono ad una organizzazione *non profit* il capitale di *upfront* necessario per il perseguimento di determinati obiettivi sociali di natura preventiva; sottoscrivono lo strumento e guadagnando il diritto a ricevere il rimborso del capitale e gli interessi ma ciò solo se il servizio produce prestabiliti risultati sociali. Si imbarcano, pertanto, in una "scommessa" (con il rischio di perdere tutto il denaro) sulla capacità dell'ente finanziato di produrre un certo tipo di impatto; maggiore è quest'ultimo, più ricco sarà il guadagno procurato¹⁵⁴. Contestualmente, la Pubblica Amministrazione, interessata al programma, si impegna a remunerare gli investitori con una parte dei risparmi generati per le casse pubbliche in caso di conseguimento degli obiettivi sociali. I risultati vengono certificati da un ente di valutazione terzo e indipendente (cd. *neutral evaluator*, ad esempio una università).

Il ricorso ai contratti finanziari del tipo *pay for success*¹⁵⁵ consente il trasferimento del rischio di fallimento di un progetto sociale dal settore pubblico a quello privato: in caso di mancato raggiungimento dei *benchmark* sociali pattuiti, gli investitori perdono l'intero capitale a meno che non intervenga nell'operazione un fondo "filantropico" di garanzia. Il rischio di fallimento del programma cade interamente sulle spalle degli stessi e ciò in quanto il servizio (esempio: il percorso di disintossicazione dei soggetti *target* del progetto) è erogato da una o più imprese sociali (o altri assimilabili) che agiscono da *service provider* ed il cui rapporto di lavoro non è legato al raggiungimento

¹⁵³ R. DI RAIMO, C. MIGNONE, *Strumenti di finanziamento al terzo settore e politiche di intervento locale nella «società inclusiva» europea. (Dalla filantropia alla finanza alternativa)*, in *Giust. civ.*, 2017, p. 171. Si pensi, ad esempio, all'ipotesi in cui non è l'operazione economica che è costruita male bensì il beneficiario del servizio promesso dal SIB che non tiene il comportamento collaborativo dovuto per realizzare l'impatto (i senzatetto che sono restii ad abbandonare la loro vita "di strada"). Tale situazione non è facilmente prevedibile a priori.

¹⁵⁴ Per le applicazioni del sistema in ambito *green* in F. OTTOMBRINO, *Paradigmi di contratto ad impatto ambientale. Prime riflessioni*, in *Foro nap.*, 2020, p. 389 ss.

¹⁵⁵ O *payment-by-result*, nel quale il pagamento delle prestazioni da parte di un contraente è condizionato al raggiungimento di un peculiare risultato da parte dell'altro: il pagamento delle prestazioni è dunque incerto nell'*an*. Nel caso specifico del SIB, quel pagamento è incerto non solo nell'*an*, ma anche nel *quantum*.

degli obiettivi; ciò vuol dire che il prestatore del servizio ha diritto ad essere compensato per l'attività svolta a prescindere dal raggiungimento dell'impatto.

Fulcro di tutta l'operazione è l'accordo tra la p.a. e un intermediario specializzato che agisce direttamente o tramite una società veicolo per raccogliere il capitale¹⁵⁶. Questa struttura consente di calibrare ruoli e responsabilità generate dall'iniziativa: in linea teorica, l'intermediario gestisce tutta l'operazione e per tale motivo su di lui ricade la responsabilità illimitata delle obbligazioni che fanno capo al contraente principale. Di contro, gli investitori si limitano a sottoscrivere una quota senza animo di partecipare attivamente allo sviluppo del progetto.

Nonostante le potenzialità dello strumento, il SIB è ancora una realtà inesplorata negli ordinamenti nazionali europei, o meglio dire, uno strumento alla ricerca del suo diritto al quale va comunque riconosciuta «piena esistenza e operatività nel diritto vivente»¹⁵⁷. Ciò in quanto è difficile inquadrare la struttura sotto un unico istituto civilistico italiano: più che un negozio atipico, lo stesso si compone di differenti negozi giuridici, tanti quanti sono i rapporti tra i soggetti partecipanti, data l'assenza di una norma che impedisca di costruire rapporti *singulatim* piuttosto che un unico «vincolo aggregativo»; e ciò tralasciando, altresì, gli strascichi pubblicistici relativi alla compatibilità dell'acquisto di un tale

¹⁵⁶ «La figura dell'intermediario specializzato è coerente con un mercato non ancora maturo, che necessita dell'impulso di soggetti muniti di elevata competenza nella stima dei costi associati ai servizi sociali e nella selezione/monitoraggio dei progetti, anche con funzioni di advisor verso gli altri partner. A sua volta la forma strumentale della società di scopo è in grado di offrire indubbi vantaggi in chiave di separazione dalle altre attività dell'intermediario che possono incidere negativamente sulla gestione del progetto» (C. MIGNONE, *Una via costituzionale all'impact investing*, in M. FRANCESCA, C. MIGNONE (a cura di), *Finanza di impatto sociale strumenti, interessi, scenari attuativi*, cit., p. 31, anche per una ricostruzione accurata sulle prime esperienze di *social impact bond* che, si ricordi, hanno avuto origine in Paesi di *Common Law* sotto l'egida di ordinamenti molto diversi e sicuramente più liberali).

Nonostante i lati positivi, come ad esempio la possibilità di fornire alle organizzazioni del terzo settore un bacino di risorse più vasto rispetto a quello attuale (costituito dal credito bancario, dai finanziamenti pubblici e dal novero delle donazioni private), e di consentire alla p.a. di reperire risorse aggiuntive per migliorare la qualità dei servizi, trasferendo inoltre il rischio di fallimento sul settore privato ed evitando di sprecare il denaro dei contribuenti in programmi inutili o inefficaci (basti pensare alla efficiente risposta verso i servizi preventivi, sovente sacrificati in nome di una logica che privilegia interventi (più costosi) di tipo successivo e riparatorio), il SIB è stato grandemente criticato perché incarnerebbe l'ennesimo tentativo di estrarre profitto dalle debolezze sociali. Un «lupo travestito da agnello», così è stato ribattezzato il *social impact bond*, che tratta le persone svantaggiate alla stregua del sottostante di un qualsiasi derivato finanziario, generando una «mercificazione» che può risultare foriera di iniquità su più livelli. Ciò in quanto orienta le politiche sociali verso obiettivi facilmente misurabili e in grado di garantire ragionevoli probabilità di remunerazione dell'investimento; incentiva l'erogatore del servizio a massimizzare gli obiettivi numerici stabiliti nel contratto a monte, anche al prezzo di snaturare l'interesse generale alla base del progetto (N. MCHUGH, S. SINCLAIR, M. ROY, L. HUCKFILED e C. DONALDSON, *Social Impact Bonds: a wolf in sheep's clothing?*, in *Journal of Poverty and Social Justice*, 2013, vol. 21, n. 3, p. 247 ss., trad. it. *Social impact bond: un lupo travestito da agnello?*, in *Rivista dell'impresa sociale*, 2014, 3, p. 13 ss.).

¹⁵⁷ C. NAPOLITANO, *Il Social Impact Bond: uno strumento innovativo alla ricerca del suo diritto*, in M. FRANCESCA, C. MIGNONE (a cura di), *Finanza di impatto sociale strumenti, interessi, scenari attuativi*, cit., p. 153.

strumento aleatorio rispetto al modello contabilistico italiano (ossia il bilancio di previsione degli enti locali, ex art. 10, d.l. n. 118 del 2011)¹⁵⁸.

Allo stesso tempo, la sua disciplina (sarebbe meglio dire l'assenza della stessa) è la massima espressione delle criticità che i prodotti sostenibili portano sul mercato. Il modello negoziale astratto in cui coesistono interessi economici e ragioni di utilità sociale, di cui il SIB si fa portavoce, palesa la compresenza di due profili: quello dell' "autoregolamento di interessi", con efficacia tra le parti, e la dimensione della regolamentazione di attività economiche che sono strumentali alla realizzazione dei bisogni primari dei terzi, beneficiari dei progetti sociali individuati¹⁵⁹. Il SIB è una peculiare modalità di raccolta del capitale che ha ricadute specifiche sul modo di costituzione del rapporto alla base. La sua struttura diviene manifesto di quell'agire alternativo della finanza sostenibile che mira a creare le condizioni per cui «l'impatto sociale non soltanto (divenga) misurabile, ma (si immetta) "dentro" il prodotto finanziario», incidendo sulla disciplina applicabile al rapporto di investimento. Nei SIB non muta la struttura del potere del finanziatore, bensì il suo interesse, che cade tanto sul risultato finanziario, quanto sul raggiungimento di impatti sociali positivi misurabili.

Come si vedrà più avanti, il SIB presenta alcune criticità. È possibile, infatti, che lo stesso sia costruito in modo da consentire l'individuazione dei soggetti coinvolti, il target di beneficiari a cui l'attività è rivolta, una perfetta tracciabilità dei proventi, e che individui *ex ante* il progetto o l'ente destinatario del finanziamento, e tuttavia non raggiunga l'impatto sociale previsto, o peggio, lo raggiunga solo "di facciata". Quest'ultima ipotesi ricorre nel fenomeno del cd. "*cherry picking*", ossia della "selezione avversa dei terzi beneficiari"¹⁶⁰, nel quale, in nome del profitto, gli ideatori del SIB

¹⁵⁸ Dal punto di vista pubblicistico, ci si è chiesti se il SIB, quale contratto che l'Amministrazione conclude, previa evidenza pubblica, col privato o "soggetto attuatore", descritto come un operatore aggregato in quanto composto da promotore, investitori, prestatore del servizio, possa essere ricondotto alla struttura dell'appalto o della concessione di servizi, optando per il secondo nonostante sia una soluzione che non convince del tutto. Le criticità esposte dalla dottrina sul rinvio ad una delle due discipline, ha portato a preferire una ricostruzione nel senso di «contratto aleatorio atipico di partenariato pubblico-privato» (A. BLASINI, *Nuove forme di amministrazione pubblica per negozio: i «Social Impact Bonds»*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2015, 1, p. 69 ss.). Una soluzione che riconoscerebbe la flessibilità dei modelli di tali strumenti negoziali, e quindi la loro atipicità, che comunque verrebbe compensata dalla tipizzazione dell'interesse pubblico: «l'autonomia negoziale nell'amministrazione di interessi pubblici non può di certo essere intesa nel senso privatistico tradizionale come libertà di scelta nel fine e nel mezzo, poiché il fine è predeterminato dal legislatore e pertanto indisponibile in ossequio al principio di legalità, centrale anche quando la p.a. utilizzi moduli negoziali» (C. NAPOLITANO, *Il Social Impact Bond: uno strumento innovativo alla ricerca del suo diritto*, in M. FRANCESCA, C. MIGNONE (a cura di), *Finanza di impatto sociale strumenti, interessi, scenari attuativi*, cit., p. 379 s.). L'A. si sofferma a spiegare perché occorre rigettare anche la ricostruzione come partenariato pubblico-privato di cui il SIB non possiede i requisiti: tipologie di rischio, equilibrio economico-finanziario, monitoraggio ecc.

¹⁵⁹ C. MIGNONE, *Meritevolezza dell'iniziativa, monetizzazione del benessere e nuovi modelli di welfare sussidiario*, in *Rass. dir. civ.*, 2017, p. 118, «È su questo terreno che il controllo di meritevolezza diviene momento irrinunciabile di verifica della concreta attitudine funzionale dell'assetto di interessi: della sua idoneità a esprimere quel grado di apprezzabilità che si traduce non solamente nel "non contrasto" con la gerarchia dei principi costituzionali, bensì nella loro positiva attuazione».

¹⁶⁰ *Ex multis*, v. S. BALIGA, *Shaping the Success of Social Impact Bonds in the United States: Lessons Learned from the Privatization of U.S. Prisons*, in *Duke L.J.*, 2013, p. 44.

scelgono il target di riferimento o l'obiettivo più facilmente raggiungibile, scartando proprio le persone più vulnerabili e bisognose, o misurando gli impatti "positivi" con indicatori irragionevoli rispetto agli stessi principi di inclusione e giustizia sociale di cui lo strumento dovrebbe farsi portavoce. Questo comportamento permette di ottenere il ritorno economico¹⁶¹ promesso a discapito della finalità sociale che giustifica la scelta di tale strumento e spiega la ritrosia di una parte della dottrina¹⁶² nell'accettare il loro ingresso nel sistema finanziario italiano.

Dal punto di vista della condizione soggettiva dell'emittente, lo *cherry picking* potrebbe rilevare sia nell'ipotesi in cui l'emittente selezioni in mala fede un beneficiario non bisognoso, sia nel caso in cui,

¹⁶¹ Gli esempi di tale fenomeno, purtroppo, sono vari. Nel settore del reinserimento dei detenuti, ad esempio, alcuni *social bond* escludono tossicodipendenti e immigrati per via del maggior rischio statistico di recidiva (quindi, la minore possibilità di riuscita, e di guadagno, dello strumento). Così, negli Stati Uniti, nel diverso settore dei servizi di supporto scolastico, si contano precedenti di finanza "sociale" nei quali la platea dei beneficiari è stata selezionata sulla base di test del tutto inappropriati a valutare i bisogni educativi dei minori, generando la conseguenza di tagliare fuori dal supporto educativo proprio gli alunni più bisognosi. Il caso eclatante è la *Utah School Readiness Initiative*, emblema della «febbre da SIB». L'accordo tra i diversi partecipanti (stato dello Utah, Goldman Sachs, investitori filantropici e svariate organizzazioni senza scopo di lucro) aveva come obiettivo di fornire un corso prescolare per bambini svantaggiati, allo scopo di migliorare la loro preparazione scolastica risparmiando anche sui costi dei servizi di istruzione speciale. «In fase iniziale, a tutti i bambini viene somministrato un test standardizzato. Coloro che ottengono un punteggio inferiore alla soglia prestabilita sono inclusi tra i beneficiari del programma (selezione del gruppo target). La valutazione dei risultati ottenuti interviene successivamente, al momento dell'ingresso a scuola: se almeno la metà dei bambini individuati come «a rischio» in base al test iniziale si fosse mostrata non più bisognosa di istruzione speciale, Goldman Sachs avrebbe incassato un interesse del 5% sul denaro investito (misurazione di impatto/profitto). Quando i primi risultati sono stati resi pubblici, nell'ottobre 2015, è emerso un dato sorprendente: 109 dei 110 alunni presi in carico non necessitavano più di alcun supporto scolastico. Il tasso di successo – superiore al 99% – era del tutto sconosciuto in centinaia di studi che avevano valutato programmi simili. Un risultato spiegabile unicamente col fatto che il test iniziale era qualitativamente inappropriato a valutare i bisogni educativi dei minori, sicché una quota considerevole dei bambini selezionati come destinatari del programma non era, fin dall'inizio, bisognosa di alcun supporto scolastico. In breve, il gruppo target era stato selezionato in modo avulso dall'utilità sociale ed esprimeva l'intento di facilitare il raggiungimento della soglia per far scattare i pagamenti. Un esito al quale non soltanto i finanziatori ma pure la parte pubblica potrebbe essere indotta per fini politici e di ricerca del consenso (basti dire che precedenti tentativi di fornire un'istruzione prescolare gratuita erano falliti, nello stato dello Utah, a causa dell'insufficiente stanziamento dei finanziamenti necessari)»: E. STUMP e A.F. JOHNSON, *An Examination of Using Social Impact Bonds to Fund Education in Maine*, Portland, 2016, p. 11.

O ancora, la discriminazione delle persone senza fissa dimora, dove sono riportati – stavolta in area anglosassone – ulteriori precedenti di *social bond* che misurano l'impatto sociale (e quindi il guadagno) di riduzione del numero di *clochard* in base a quanti senz'atetto stranieri sono sottoposti a procedure di rimpatrio forzoso. C. COOPER, C. GRAHAM e D. HIMICK, *Social impact bonds: the securitization of the homeless*, in *Accounting, Organizations and Society*, 2016, 55, p. 63 ss. Nel progetto erano presenti l'intermediario finanziario *Social Finance Ltd.*, come *advisor*, la *Greater London Authority*, come committente, il Ministero per l'edilizia abitativa, le comunità e il governo locale, in qualità di *public payer*, la fondazione «St. Mungo's», una *charity* di consolidata esperienza nel settore dei servizi a favore delle persone vulnerabili, in qualità di *service provider*, e alcuni enti filantropici e patrimoni individuali nella veste di finanziatori. L'iniziativa si rivolge a una popolazione target specifica, composta di 830 casi estrapolati dalla banca dati CHAIN (*Combined Homelessness and Information Network*) e selezionati tra i c.dd. «*Inbetweeners*», ossia individui che non sono né cronici (con sottostanti problemi di droghe o patologie mentali), né persone che possono tornare facilmente a una situazione abitativa stabile.

Queste sono tutte modalità (forse) efficienti per eliminare il "problema", con il costo però di un irragionevole snaturamento dei principi e dei diritti umani che sono alla base dello sviluppo sostenibile.

¹⁶² N. MCHUGH, S. SINCLAIR, M. ROY, L. HUCKFILED e C. DONALDSON, *Social Impact Bonds: a wolf in sheep's clothing?*, in *Journal of Poverty and Social Justice*, 2013, 21, 3, p. 247 ss. (trad. it. *Social impact bond: un lupo travestito da agnello?*, in *Riv. impr. soc.*, 2014, 3, p. 13 ss.), i quali li definiscono: «Lupi travestiti da agnello».

pur essendo in buona fede, sia gravato da un dovere di diligenza qualificato nella selezione del beneficiario, tanto in fase formativa del rapporto quanto successivamente nella sua attuazione concreta.

Contrario a buona fede sarebbe, altresì, il comportamento dell'emittente che prestabilisca una generica previsione di impatto sociale, senza dettagliarla, lasciando una discrezionalità tale nell'utilizzo dei fondi raccolti da sfociare nell'arbitrio. Ciò toglierebbe, infatti, all'investitore qualsivoglia capacità di controllo sull'andamento dell'operazione, non sussistendo parametri certi a cui ancorare la verifica, e rendendo impossibile stabilire, all'esito se l'obiettivo sociale sia stato rispettato e in che percentuale sia stato raggiunto¹⁶³.

Il potere di controllo che l'intermediario emittente esercita sul risultato sociale, e quindi il grado di responsabilità che potrebbe assumersi per via della mancata realizzazione degli esiti sperati, dipendono quindi da vari fattori quali, ad esempio, la genericità degli obiettivi non finanziari prestabiliti, le modalità di finanziamento dell'emittente - attribuzioni a titolo gratuito (ipotesi di «*grant-based bonds*») o erogazione di prestiti (ipotesi di «*loan-based bonds*») -, e dal contenuto del contratto di finanziamento in termini di rendicontazione e informazione periodica.

Medesimi problemi si pongono con riferimento al rapporto tra intermediario distributore del prodotto ed il cliente interessato ad investire nel progetto sociale.

Le risposte a tali criticità passano dalla “stima civilistica” del peso contrattuale che assume l'interesse non patrimoniale del cliente nel momento in cui egli decide di investire in strumenti che puntano ad raggiungere o promuovere obiettivi di sostenibilità, in seguito disattesi. E non solo del suo interesse.

Tutti questi strumenti finanziari sostenibili sono accomunati da un peculiare intreccio di principi e di interessi¹⁶⁴: l'interesse (anche) non patrimoniale degli «*impact investors*»; l'interesse ordinamentale alla stabilità, sicurezza ed efficienza del mercato degli investimenti sostenibili il quale, a sua volta, presuppone adeguati meccanismi di quantificazione, razionalizzazione e standardizzazione dei rischi associati ai fattori di sostenibilità; l'interesse degli intermediari e degli emittenti alla “giustiziabilità” delle valutazioni di adeguatezza e delle strategie di gestione che deve avvenire secondo criteri di certezza e prevedibilità¹⁶⁵; l'interesse delle imprese sociali verso le quali affluiscono i flussi di capitale e i risparmi privati e, in ultimo, l'interesse degli stessi beneficiari delle attività finanziate, a scongiurare le possibili curvature discriminatorie, quindi «insostenibili», che queste potrebbero assumere ove fossero

¹⁶³ La questione cambia, infatti, quando da una “obbligazione di mezzi” si passa ad una “obbligazione di risultato”, ossia quando si investe in *project bonds* – cioè tutti i casi in cui i tempi o le modalità di pagamento degli interessi delle obbligazioni emesse siano parametrati all'andamento del progetto sociale o ambientale – in cui è necessario che la definizione dell'impatto sia specifica e supportata da idonea quantificazione.

¹⁶⁴ Sulle interrelazioni tra proporzionalità e ragionevolezza nel momento applicativo v. E. CAPOBIANCO, *Proporzionalità e giustizia del caso concreto*, in P. PERLINGIERI e S. GIOVA, *I rapporti civilistici nell'interpretazione della Corte costituzionale nel decennio 2006-2016*, Napoli, 2018, p. 323 ss.

¹⁶⁵ Una interessante rassegna di giurisprudenza in C. GECZY, J.S. JEFFERS, D.K. MUSTO e A.M. TUCKER, *Institutional Investing When Shareholders are not Supreme*, in *Harv. Bus. L. Rev.*, 2015, 5, p. 573 ss., ove la conclusione che «*the greatest challenge for alternative purpose firms seeking institutional capital may not be the pursuit of their alternative mission, but rather the increased liability risk*».

valutate secondo metriche di misurazione dell'impatto contro-funzionali rispetto all'interesse generale che permea la funzione del servizio.

3) Gli altri strumenti: *Green loans* e *Sustainability Linked Loans*; Comunità energetiche, fondi d'investimento EuSEF, *social lending*, *crowd-funding*.

Tra gli strumenti innovativi che popolano il mondo della finanza alternativa, o meglio, alternativo alla finanza tradizionale, non rientrano solo le obbligazioni tematiche o i titoli di solidarietà. Benché questi, soprattutto le prime, siano i veri protagonisti dell'ingarbugliato rapporto tra l'intermediario finanziario ed il cliente *retail*, esistono altre tecniche di raccolta e strumenti finanziari di nuova generazione che aiutano a convogliare sulla tutela dell'ambiente e nel settore del *welfare* risorse aggiuntive provenienti dal settore privato.

Sebbene un'attenta disamina degli stessi esuli dai compiti della trattazione, si ritiene, per ragioni di completezza, di doverne fare menzione quantomeno in via sintetica, al fine di tratteggiare un quadro che risulti quanto più completo possibile delle varie forme di "innesto" della sostenibilità nei finanziamenti.

Seguendo questa linea, la necessità di riorientare i flussi finanziari, innanzitutto, verso la trasformazione ecologica del sistema economico-produttivo, ha spinto le banche, nella loro "funzione (anche) sociale"¹⁶⁶, a proporre "prestiti" agevolati, finalizzati al raggiungimento di obiettivi di riconversione ecologica. In quest'ottica nascono i *green loans* ed i *Sustainability Linked Loans* (o *ESG linked loans*)¹⁶⁷, mutui "verdi" incentrati sul raggiungimento di obiettivi meta-finanziari ESG, o più specificamente, sul perseguimento di prestabiliti fini ambientali; la adeguatezza allo scopo e l'eventuale conseguimento dello stesso vengono certificati periodicamente da un soggetto esterno e terzo (el «*Auditor de Sostenibilidad*») a mezzo di una *Sustainable Opinion*. La banca agisce o come *original lender* o come *Sustainability Coordinator*.

¹⁶⁶ Ovvero di interesse generale, quella cioè di rispondere alle necessità di finanziamento dell'economia reale (U. RESCIGNO, *Riflessioni di un giurista intorno alla moneta*, in *Lo Stato*, 2014, pp. 49-87, e in particolare p. 59). I flussi di investimento potrebbero essere orientati dal Cipess (Comitato Interministeriale per la programmazione e lo sviluppo sostenibile) secondo gli schemi della contrattazione programmata, al fine di fornire delle linee di indirizzo alle banche sulla destinazione "ecologicamente orientata" delle risorse del credito. L'organo infatti è stato chiamato dalla legge di bilancio per il 2021 a deliberare, su proposta del Ministro dell'Ambiente, di concerto con il Ministro dell'Economia, per definire – in via sperimentale – indicatori volti a misurare il grado di sostenibilità ambientale e la natura ecosostenibile dei progetti di investimenti nonché le modalità di calcolo dei medesimi.

¹⁶⁷ I *Sustainability Linked Loan Principles* sono stati elaborati dalla *Loan Market Association* (Lma), nel 2020. Un esempio può essere il contratto stipulato da Enel per un finanziamento della durata di sei anni, legato al conseguimento dell'obiettivo di sostenibilità relativo alla percentuale di capacità installata consolidata da fonti rinnovabili rispetto a quella totale ([enel.com/it/media/esplora/ricercacomunicati-stampa/press/2020/10/enel-sottoscrive-un-contratto-di-finanziamento-per-un-sustainability-linked-loan-da-1-miliardo-di-euro](https://www.enel.com/it/media/esplora/ricercacomunicati-stampa/press/2020/10/enel-sottoscrive-un-contratto-di-finanziamento-per-un-sustainability-linked-loan-da-1-miliardo-di-euro)). O. ESPAR BOHERA, C. HERRERO MAZARÍO, *Financiación socialmente responsable y su implementación contractual. Algunas reflexiones*, in *Diario La Ley*, 2020, ricostruiscono le fasi contrattuali dei *green and sustainability linked loans*, sostenendo che l'operazione cambia rispetto ad una tradizionale «*a través de la introducción de todo tipo de cláusulas y el nacimiento de nuevas obligaciones - adicionales a las de una financiación tradicional - para las partes*».

La loro costruzione, incentrata sul vincolo di finanziamento, suggerisce un rimando implicito all'istituto del "mutuo di scopo", meccanismo che, secondo alcuni¹⁶⁸, calza perfettamente con la necessità di finanziare interventi mirati; tramite un'obbligazione di destinazione delle somme mutate, si funzionalizza il credito alla realizzazione della finalità privata accordata tra le parti e, in via indiretta, altresì, di quella pubblicistica di tutela dell'ecosistema (ad esempio, attraverso il raggiungimento dell'efficientamento energetico)¹⁶⁹. Interessante il profilo che consente alle parti, che stabiliscono a

¹⁶⁸ B. CELATI, *L'intervento pubblico per la riconversione ecologica dell'economia. Modelli, strumenti e prospettive giuridiche*, cit., p. 178. L'Autrice approfondisce anche il tema dei "mutui verdi", in particolare dei mutui "energy efficient" ossia prestiti volti a finanziare l'acquisto, la costruzione, o la ristrutturazione di edifici sia residenziali sia di tipo commerciale, in caso risulti provato che il finanziamento riesce a garantire il miglioramento dell'efficienza energetica dell'immobile di almeno il 30%. (in tema S. PERSIA, *Profili contrattuali dello sviluppo ecologico: dalle locazioni ai mutui verdi*, in G. ROSSI, M. MONTEDURO (a cura di), *L'ambiente per lo sviluppo. Profili giuridici ed economici*, Torino, 2020, p. 129 ss.). In Germania, dove la specializzazione del credito è molto diffusa con le cd. banche "mission oriented", esistono diversi istituti di credito speciale "verdi", come ad esempio Ökobank, la prima banca a strutturare il suo intero modello di business su progetti ambientali, soprattutto legati al settore delle energie rinnovabili.

Sull'incentivo all'erogazione dei mutui verdi si è espressa anche la Commissione UE (*Un'ondata di ristrutturazioni per l'Europa: invertire gli edifici, creare posti di lavoro e migliorare la vita*, 14 ottobre 2020, Com(2020) 662 final) affermando che «Un sistema potenziato di attestati di prestazione energetica, che dimostri miglioramenti in termini di efficienza (e di riduzione dell'impronta di carbonio), consentirà alle banche e agli altri istituti finanziari di finanziare crediti e mutui per rendere verdi i loro portafogli e di riunire più edifici come garanzia reale dell'emissione di obbligazioni garantite». Quindi, mutui verdi da cui ricavare derivati verdi. Per giungere a ciò occorrerebbe dimostrare la inversa proporzionalità tra efficienza energetica e probabilità di default del mutuatario. Come dice Celati, riconoscere detta correlazione porterebbe alla creazione di un «green supporting factor, ovvero alla possibilità di una riduzione dei requisiti patrimoniali bancari con riguardo ai finanziamenti legati alla transizione ecologica».

¹⁶⁹ Benché più che negli strumenti rientri nei soggetti (su cui si ritornerà nel II Capitolo), parlando di efficientamento energetico non si può ignorare la nascita e lo sviluppo delle cd. Comunità Energetiche Rinnovabili (CER), «soggetti giuridici – come associazione, cooperativa o impresa sociale – che, all'interno di un perimetro definito dalle cabine di trasformazione, permettono a persone fisiche, piccole e medie imprese, enti territoriali e autorità locali, incluse le amministrazioni comunali e locali, gli enti di ricerca e formazione, gli enti religiosi, del terzo settore e di protezione ambientale (solo per le CER realizzate con la REDII), di raggrupparsi su base volontaria e agire collettivamente secondo regole stabilite fra i partecipanti stessi [attraverso un contratto di diritto privato di autoconsumo], allo scopo di usufruire dei benefici ambientali e sociali, dati dalla condivisione di energia elettrica autoprodotta da fonti rinnovabili» (M. IMPARATO, K. EROE, T. POLCI, M. MANCINI, *Tutti i segreti per un'energia condivisa e solidale. Guida pratica allo sviluppo delle comunità energetiche rinnovabili e solidali e all'autoconsumo collettivo*, marzo 2022, in comuni.rinnovabili.it). I suddetti benefici, in particolare quelli economici, vedono premiata, attraverso il sistema incentivante statale, la quota di energia che viene autoconsumata istantaneamente dalle utenze dei partecipanti, in maniera reale o virtuale. Ovvero, maggiore è la quota di energia autoconsumata, maggiore sarà la riduzione dei costi delle componenti variabili della bolletta (quota energia, oneri di rete e relative imposte quali accise e IVA). non solo essere occasione di innovazione tecnologica e di lotta all'emergenza climatica, ma rappresentare anche una chiave per combattere disuguaglianze, povertà energetica e per offrire occasioni di sviluppo grazie ad interventi strutturali non assistenziali che favoriscano l'agire collettivo, le realtà locali e la nascita di nuove figure professionali. I benefici, infatti, possono estendersi anche all'intera comunità e non solo ai partecipanti se queste si prefiggono veri e propri progetti di comunità, ossia di *welfare*, quali rigenerazione urbana, creazione di aree verdi etc., includendo un vero e proprio scopo sociale (sul tema e le sue problematiche, M. MELI, *Le comunità energetiche - Le Comunità di Energia Rinnovabile: i diversi modelli organizzativi*, in *Giur. it.*, 2023, p. 2761; L. BALESTRA, *Le comunità energetiche - Proprietà e soggettività delle comunità energetiche: profili privatistici*, in *Giur. it.*, 2023, p. 2772; V. CAPPELLI, *Appunti per un inquadramento privatistico dell'autoconsumo di energia rinnovabile nel mercato elettrico: il caso delle comunità energetiche*, in *Leggi civ. comm.*, 2023, p. 381; C. FAVILLI, *Transizione ecologica e autoconsumo organizzato di energia rinnovabile. La questione della forma giuridica delle comunità energetiche*, in *Resp. civ. prev.*, 2023, p. 385).

monte gli indicatori di sostenibilità ambientale oggetto di valutazione, di individuare le condizioni per le quali si intenderà rispettato o raggiunto lo scopo ambientale. In caso di inadempimento degli indicatori accordati, le stesse possono pattuire che questo: 1) non abbia alcuna conseguenza ai fini del contratto che, quindi, non potrà risolversi anticipatamente; 2) che abbia conseguenze, non sulla vigenza del contratto, bensì sulla determinazione (a rialzo o a ribasso) del prestabilito margine di difformità dal rispetto degli indicatori che rendono sostenibile il finanziamento concesso; 3) o, infine, che sia causa di risoluzione anticipata dello stesso.

Rimanendo nell'ambito della concessione di credito, esistono ulteriori meccanismi alternativi di fruizione dello stesso, che mirano a favorire l'inclusione sociale e finanziaria di soggetti "non bancabili" che, a causa di un profilo creditizio rischioso, sarebbero impossibilitati a riceverlo¹⁷⁰. Si fa riferimento, ad esempio, al *social lending* – o *people to people lending*, *peer to peer lending* o *marketplace lending*¹⁷¹ – una tipologia di *Lending-based crowdfunding*, connotata da un particolare nesso di causalità tra il progetto finanziato ed il prestito. Attraverso piattaforme *online*, si incontra la domanda del richiedente con gli utenti, prestatori di denaro, i quali scelgono quanto investire e in che modo allocare il loro capitale, a seconda della propria avversione al rischio ed agli obiettivi di investimento. La scelta avviene in base al *rating* che la piattaforma assegna al singolo richiedente, da cui dipende anche il tasso di interesse applicabile alla transazione; il punteggio varia a seconda delle informazioni inserite dal richiedente stesso su: ammontare del prestito necessario, possibili tempi di restituzione, destinazione delle somme e merito creditizio. Ciascun progetto è finanziato da più utenti al fine di diversificare l'investimento e contenere i rischi. Una volta raggiunta la cifra, questa viene messa a disposizione del richiedente il quale, a scadenza convenuta, dovrà rimborsare il capitale (a rate) ed eventualmente l'interesse attraverso cui remunera i suoi creditori.

Il sistema è stato definito a "vocazione etico-sociale"¹⁷² proprio in quanto l'animo con cui gli utenti finanziano non è di natura prettamente egoistico-patrimoniale, bensì egoistico-solidale. La soddisfazione si traduce, infatti, non nel lucrare sugli interessi, a cui molto spesso rinunciano, quanto

¹⁷⁰ Quanto al profilo della discriminazione nel credito, M. FRANCESCA, *Inclusione finanziaria e modelli discriminatori. Note introduttive sugli epigoni della discriminazione razziale*, in M. FRANCESCA, C. MIGNONE (a cura di), *cit.*, p. 211 ss.

¹⁷¹ Per approfondire A. FACHECHI, *Strumenti di finanziamento alternativi. Il social lending*, in M. FRANCESCA, C. MIGNONE (a cura di), *cit.*, p. 287 ss.; A. LEPORE, *Prospettive e limiti dei nuovi modelli finanziari alternativi: il social lending e il crowdfunding*, in D. DI SABATO e A. LEPORE (a cura di), *Sharing economy. Profili giuridici*, Napoli, 2018, p. 61 ss.; G. BIFERALI, *Il Social lending. Problemi di regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2017, p. 446 ss.; F. BIELEFELD, *Peer-to-Peer Lending: Opportunities and Risks*, in *European J. of Risk Regulation*, 2016, p. 2 ss.

¹⁷² A. FACHECHI, *Strumenti di finanziamento alternativi. Il social lending*, in M. FRANCESCA, C. MIGNONE (a cura di), *cit.*, p. 290. Sul punto, parlando di *equity-crowdfunding* J. NOVAL, *Principios básicos de la regulación del «equity crowdfunding»*, in *Revista de derecho mercantil*, 2018, p. 10, parla di «*inversores pacientes y con una buena dosis de altruismo, cuyas expectativas van más allá del inmediato rendimiento económico*», definendo i soggetti professionali che investono nella piattaforma come *business angels*.

alla possibilità di aiutare “il prossimo”¹⁷³, destinando il denaro al progetto più affine alle proprie attitudini personali, avendo, altresì, l’illusione di controllarne direttamente l’uso¹⁷⁴. Essi, dunque, manifestano un interesse che va oltre la logica patrimoniale, in favore di una esistenziale, di “destinazione”, appunto, delle risorse a finalità specifiche. E questa non è l’unica istanza “non comune” ai tradizionali canali di approvvigionamento finanziario. L’asset di interessi coinvolti nel sistema brevemente descritto non emerge da queste poche righe, tuttavia, è molto variegato e di difficile composizione, perché difficoltoso è creare una regola di governo dei rapporti sottostanti. I modelli a cui le piattaforme si ispirano sono moltissimi: «mutevoli sono gli intervalli di ammontare che può essere prestato, mutevole la durata dei prestiti, mutevoli le modalità di valutazione e diversificazione del rischio, mutevole il livello di trasparenza informativa, mutevoli le modalità di definizione del corrispettivo del prestito, mutevole la natura, individuale o imprenditoriale, di richiedente e prestatore. Variabile è anche il ruolo rivestito dalla piattaforma nella declinazione dell’operazione»¹⁷⁵. Non è la stessa cosa, infatti, che la piattaforma si limiti a creare un luogo di incontro tra pari, incentivando alla disintermediazione, o che svolga un ruolo attivo, intervenendo su termini e condizioni del rapporto, sulla gestione del servizio di pagamento e ottenga una percentuale del finanziamento perché, magari, partecipe con una quota ad un progetto o, ancora, perché assicura, grazie ad un’apertura di credito, la restituzione delle somme in caso di difficoltà di rimborso. In quest’ultimo caso, quando le piattaforme ricevono somme dai diversi creditori e le erogano ai richiedenti in prima persona o costituiscono fondi di investimento, differenziando i profili di rischio e diversificando gli investimenti, l’attività si avvicina pericolosamente a quella bancaria o a quella di un normale intermediario finanziario.

Senza parlare dell’ipotesi in cui il modello viene utilizzato come strumento di finanziamento alle imprese di microfinanza, come alternativa o in abbinamento a donazioni, investimenti, prestiti a condizioni di favore da parte di organizzazioni internazionali finanziarie (FMI o BM). In questo caso, non vi è una linea diretta tra utenti e microimprenditori. I fondi raccolti sono gestiti dalle imprese partecipanti che li indirizzano a microimprenditori da loro selezionati. In questo caso potrebbe venire “tradito” l’interesse esistenziale del prestatore di denaro, la cui somma potrebbe essere dirottata su progetti diversi da quello originale, in quanto quest’ultimo non arriva al minimo di capitale che gli consente di “partire”. Il rischio, inoltre, è anche patrimoniale, in caso di inadempimento del soggetto prescelto¹⁷⁶.

¹⁷³ Che non è detto sia l’individuo con un progetto personale (di natura medica, familiare etc.) ma anche con «community development projects» (I. GALLOWAY, *Peer-to-peer Lending and Community Development Finance*, in *Community Investments*, 2009/2010, p. 19 s.).

¹⁷⁴ E. MACCHIAVELLO, *Una nuova frontiera del settore finanziario solidale: Microfinanza e Peer-to-peer lending*, in *Banca impr. soc.*, 2013, p. 286 s.

¹⁷⁵ A. FACHECHI, *op.ult.cit.*, p. 296.

¹⁷⁶ «Specie quando il gestore della piattaforma non preveda un mercato secondario, nell’ambito del quale è possibile vendere i prestiti prima della scadenza su pagamento di una commissione alla piattaforma, con libertà di scelta del venditore rispetto a quali frazioni di credito alienare e a quale prezzo». A. FACHECHI, *op.ult.cit.*, p. 294.

Stesse difficoltà di inquadramento di normativa, disciplina e funzionamento si rinviene nel modello di *equity crowdfunding*¹⁷⁷, soprattutto in ipotesi di utilizzo quale strumento di finanziamento alle imprese sociali. Attraverso tale modello, si consente ai privati l'acquisto di quote di capitale sociale di società che promuovono il loro progetto a mezzo di piattaforme *online*. In genere si parla di start-up o di imprese con scopi ad alto valore innovativo o, appunto, sociale. L'elemento caratterizzante è la presenza attiva degli investitori nello sviluppo del progetto, i quali non si limitano ad apportare il loro contributo economico ma divengono veri e propri *shareholder*, ovvero portatori di un interesse specifico; questo, però, solo al momento del raggiungimento del target prefissato. Quest'ultimo elemento è stato definito da parte della dottrina una forzatura. Prevedere una soglia minima di partecipazione (pari al 5% degli strumenti finanziari offerti) dovrebbe, teoricamente, garantire la messa in atto delle sole iniziative considerate «meritevoli» da parte degli investitori professionali, certificando così la “bontà” del progetto ad opera di soggetti muniti della necessaria esperienza nella valutazione delle idee imprenditoriali. Tuttavia, si è detto, che ciò è controvertibile tenuto conto che, ad esempio, nulla impedisce al soggetto sponsor di dismettere la partecipazione acquistata una volta avvenuto il consolidamento dell'offerta. Al contrario, la soglia di sbarramento diviene, a sua volta, una barriera alla diffusione dello strumento ed «uno snaturamento della sua funzione socio-economica, che dovrebbe avere di mira l'emancipazione delle start-up innovative dalle pesanti limitazioni imposte dal sistema bancario e finanziario tradizionale»¹⁷⁸.

Inoltre, l'attribuzione della qualifica di socio, e la conseguente acquisizione del complesso di diritti patrimoniali e amministrativi derivanti dalla stessa, generano dubbi sulla possibilità di poter estendere realmente il modello citato alle imprese sociali. Sebbene con alcune incongruenze normative, l'art. 100 *ter* t.u.f. inserisce le imprese sociali tra i soggetti legittimati a reperire capitale di rischio attraverso portali autorizzati, secondo le modalità “semplificate”. Indubbiamente, il carattere egoistico-solidaristico alla base della partecipazione del prestatore alla piattaforma di *crowdfunding*, rende condivisibile l'estensione alle imprese sociali della possibilità di reperire capitale di rischio a mezzo della stessa. Il modello, infatti, permette così di finanziare imprese dedite a attività di “interesse generale” secondo la definizione data dal Codice del Terzo Settore.

Tuttavia, non è chiaro il motivo per cui, chi intende finanziare un progetto sociale, debba acquisire la natura di socio (non potendosi utilizzare la piattaforma per l'acquisto di titolo di debito o di obbligazioni) soprattutto nel caso di imprese sociali, per definizione non lucrative, nelle quali quindi

¹⁷⁷ G.K.C. AHLERS, D. CUMMING, C. GÜNTHER, D. SCHWEIZER, *Signaling in Equity Crowdfunding*, 2015, in journals.sagepub.com/doi/10.1111/etap.12157.

¹⁷⁸ C. MIGNONE, *Finanza alternativa ed innovazione sociale*, cit., p. 356. L'A. precisa, inoltre, che lo strumento non può dirsi rientrante a tutti gli effetti nell'*impact investing*. Il gestore del portale non è un fornitore di servizi di investimento. Pertanto, assoggettarlo, come viene fatto, ad obblighi di trasparenza, informazione e, addirittura, di protezione degli investitori (artt. 13-17 reg. Consob n. 18592/2013) è eccessivo e va oltre la sua funzione (così anche E. GIRINO, *Le regole del crowdfunding*, in *Amm. e finanza*, 2014, 1, p. 81).

colui che diviene socio compie un investimento ma non gestisce l'attività e, soprattutto, non percepisce utili¹⁷⁹. Infatti, chi investe in una impresa sociale, a differenza di chi lo fa in una star-up, non mira al conseguimento di un beneficio prettamente economico, in quanto un ritorno in termini lucrativi è vietato dalla stessa natura dell'impresa. Di conseguenza, non sembra che la struttura classica dell'*equity crowdfunding*, per il momento, possa essere allettante per l'investitore di un'impresa sociale, che si orienterà su altri fenomeni come il *social lending* o la classica donazione in cui riceverebbe benefici anche di carattere fiscale. Si perde, dunque, una occasione per raccogliere capitale che servirebbe ad alimentare interessi meritevoli di tutela perché orientati allo sviluppo del *welfare*.

D'altra parte, la raccolta di risorse e la loro erogazione in favore delle imprese sociali non avviene solo attraverso strumenti rappresentativi di *equity* (e quasi *equity*), ma altresì attraverso strumenti di debito (pagherò e certificati di deposito), prestiti garantiti e non garantiti, nonché sovvenzioni. Tutti rientranti nelle modalità di finanziamento promosse dai cd. fondi EUSEF (Fondi per l'imprenditoria sociale). Nati proprio dal connubio tra il desiderio degli investitori – in questo caso solo professionali¹⁸⁰ – di perseguire fini sociali, e non solo di ritorno in termini finanziari, e l'esigenza delle imprese sociali di raccogliere capitale privato per implementare le possibilità di raggiungere obiettivi socialmente meritevoli, tali fondi sono «microinsiemi a denominazione protetta»¹⁸¹ all'interno del più ampio e atipico universo dei FIA (Fondi di investimento alternativi)¹⁸².

Al loro interno si assiste ad una diversificazione del rischio. Questi debbono investire in “imprese target”, ossia in imprese sociali per il 70% del portafoglio, lasciando al restante 30% l'acquisizione di attività la cui funzione può essere anche speculativa e di copertura (art. 5, comma 1, reg. 346 del 2013).

¹⁷⁹ A. BLANDINI, *L'equity crowd-funding per le imprese sociali*, in M. FRANCESCA e C. MIGNONE (a cura di), *cit.*, p. 311 ss.

¹⁸⁰ L'investimento può essere offerto solo ad investitori professionali, o ad altri investitori che si impegnino a investire almeno 100.000 euro, e rilascino talune dichiarazioni di «consapevolezza» dei rischi assunti. Secondo F. ANNUNZIATA, *Il fondo di private equity tra discipline europee e specificità italiane*, in *An. giur. econ.*, 2021, p. 218 s., «vi è una chiara tendenza di *policy* ad aprire, seppur con cautela, gli OICR chiusi agli investitori *retail*, in quanto strumenti complementari nella costruzione del portafoglio degli investitori stessi, ed utili per apportare capitale alle imprese non quotate. Dall'altro, tale impostazione trova limiti nelle regole che, a tutela degli investitori stessi, regolano l'offerta e la distribuzione dei prodotti sul mercato», presenti nella MIFID II. L'A. propone di introdurre «disposizioni che meglio coordinino i vari obiettivi: raccolta di capitale, supporto alle imprese, tutela degli investitori, pur senza far venir meno i dovuti presidi di tutela. Andrebbero altresì incentivate soluzioni che portino gli OICR chiusi a valutare con maggior favore l'accesso a piattaforme di trading, in grado di sopperire, almeno in parte, alla carenza di liquidità, con conseguenti ricadute positive sul piano della profilatura MiFID del prodotto».

¹⁸¹ M. CIAN, *I FIA: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, p. 299.

In tema, anche per i fondi EUVECA, V. RENZULLI, *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2015, p. 346; C. ALESSIO MAURO, *I fondi di investimento alternativi (FIA) tra regolazione europea, nazionale e prospettive di autodisciplina*, in *Diritto comm. int.*, 2022, p. 381.

¹⁸² Rientrano nel regime più ampio segnato dalla Direttiva 2011/61/UE dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi – Direttiva AIFM (D.A. ZETZSCHE, C.D. PREINER, *Scope of the AIFMD*, in D.A. ZETZSCHE (a cura di), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, United Kingdom, 2020).

La creazione di impatti sociali positivi, in aggiunta alla generazione di rendimenti finanziari per gli investitori, è la caratteristica peculiare che li distingue da altre tipologie analoghe di fondi di investimento. Per ciò il regolamento (UE) 346/2013 che disciplina, in particolare, i requisiti qualitativi per tali fondi, con particolare riferimento alla composizione del portafoglio¹⁸³, e i requisiti per i gestori di investimento collettivo che raccolgono capitali, che così possono utilizzare la denominazione “EuSEF”, richiede che il gestore attivi procedure per la misurazione degli effetti sociali positivi raggiunti. E questo, come già detto, complica il quadro, stante la difficoltà di costruire delle metriche *standard* che possano valutare impatti non matematicamente quantificabili. Lo stesso regolamento ammette che «è difficile operare un raffronto tra diverse imprese sociali e diversi fondi, sia in ragione delle differenze in termini di risultati e impatti sociali perseguiti, sia in ragione della varietà degli attuali approcci» (Considerando n. 29). A tale problematica, che preoccupa ogni qualvolta dalla misurazione dell’impatto derivi, altresì, la remunerazione finale dell’investitore, tenta di rispondere il regolamento delegato (UE) 2019/819¹⁸⁴, attraverso (senza alcuna sorpresa) una politica di *disclosure*, stabilendo in capo al gestore un obbligo di informativa precontrattuale sulle metodologie di misurazione adottate (Considerando n. 7)¹⁸⁵. Rinvia quindi alla libera elezione del gestore, rinunciando a pronunciarsi su soluzioni applicative o metriche di riferimento.

In verità, il problema di buona parte degli strumenti citati è che permangono in una fase embrionale di sviluppo dovuta ad una normativa disorganica e ad una difficile composizione degli interessi e dei rapporti in gioco attraverso i tradizionali istituti del diritto privato¹⁸⁶. Così come nelle obbligazioni tematiche, nuovamente, emerge l’incapacità di mettere a sistema una realtà dove gli scopi sono ego-altruistici e si fatica a qualificare, strutturare, disciplinare e, soprattutto, tutelare quell’interesse

¹⁸³ Regolamento (UE) n. 346/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per l’imprenditoria sociale, in eur-lex.europa.eu/legal-content/it/txt/?uri=celex%3a32013r0346, definisce all’art. 3: «fondo qualificato per l’imprenditoria sociale»: un organismo di investimento collettivo che: i) intende investire almeno il 70 % dell’ammontare complessivo dei propri conferimenti di capitale e del capitale sottoscritto non richiamato in attività che sono investimenti ammissibili, calcolati sulla base degli importi investibili previa deduzione di tutti i costi pertinenti e delle attività di cassa e di altre disponibilità liquide, entro un termine stabilito nel suo regolamento o nei suoi atti costitutivi».

¹⁸⁴ Regolamento delegato (UE) 2019/819 della Commissione del 10 febbraio 2019 che integra il regolamento (UE) n. 346/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i conflitti di interesse, la misurazione dell’impatto sociale e le informazioni agli investitori in materia di fondi europei per l’imprenditoria sociale, in eur-lex.europa.eu/legal-content/it/txt/pdf/?uri=celex:32019r0819.

¹⁸⁵ Reg. del. (UE) 2019/819, cit., Considerando n. 7: «È opportuno fornire agli investitori le informazioni necessarie per valutare le metodologie sottostanti utilizzate dal gestore del fondo qualificato per l’imprenditoria sociale per misurare l’impatto sociale. Le informazioni precontrattuali dovrebbero quindi specificare se il gestore del fondo qualificato per l’imprenditoria sociale si è affidato a metodologie interne o ha utilizzato metodologie generalmente accettate. Le informazioni precontrattuali dovrebbero comprendere altresì la descrizione delle principali caratteristiche delle metodologie, compresi i criteri di selezione, i pertinenti indicatori e la spiegazione del modo in cui il gestore del fondo qualificato per l’imprenditoria sociale assicura il rispetto di tali metodologie».

¹⁸⁶ M. FRANCESCA, *Inclusione finanziaria e modelli discriminatori. Note introduttive sugli epigoni della discriminazione razziale*, in M. FRANCESCA, C. MIGNONE (a cura di), cit., p. 228, nota 35.

esistenziale-sociale-solidale meritevole che anima le scelte dell'investitore, al di là del nome dato al suo contenitore.

SEZIONE II

SOGGETTI

SOMMARIO: 1. Dalla tutela del risparmio...; – 2. ...alla tutela del risparmiatore; – 3. Il modello dell'*homo oeconomicus*, quale soggetto razionale, e l'importanza dell'informazione in Italia; – 4. Il valore del concetto di trasparenza di prima generazione in Spagna; – 5. Il crollo del mito dell'*homo oeconomicus*: trasparenza di condotta e politiche di “nudge”; – 6. Cambio di paradigma: lo sviluppo del consumo etico e sostenibile; dall'*homo oeconomicus* all'*homo ecologicus*. – 7. Il ruolo dell'intermediario finanziario; – 8. La sostenibilità colora la prestazione del servizio di consulenza. La valutazione delle preferenze di sostenibilità nel Regolamento Delegato (UE) 2021/1253; – 9. Dal rapporto a valle al rapporto a monte, dall'investimento al finanziamento. Concessione e monitoraggio del finanziamento sostenibile da parte dell'intermediario. Cenni. – 10. Tirando le fila; il reale obiettivo dell'UE: finanza sostenibile o sostenibilità della finanza.

1. Dalla tutela del risparmio...

Nell'avvio di un'indagine analitica sulle novità e criticità che il tema della sostenibilità ha apportato nella contrattazione in materia di investimenti finanziari, il punto di partenza, oltre la normativa, non può che essere la figura del risparmiatore-investitore alla cui tutela è orientata tutta la disciplina in questione e che ha risentito dell'evolversi dello spirito dei tempi.

Negli anni '20-'30, la legislazione bancaria e finanziaria aveva una forte impronta burocratica. La tutela del risparmiatore era conseguenza indiretta della tutela del risparmio, inteso come differenza tra reddito e consumo, ossia di ricchezza monetaria non destinata al consumo immediato o al reinvestimento, bensì conservata in vista di un possibile reimpiego futuro¹⁸⁷. Detto concetto aveva una doppia chiave di lettura: come attività tesa a destinare una parte delle risorse disponibili in un dato

¹⁸⁷ Sul concetto di risparmio v. S. MARCHETTI, *Il risparmio*, in *Riv. trim. acri.*, 2008, p. 21, che lo definisce come «quota di reddito delle persone, imprese o istituzioni che non viene spesa nel periodo in cui il reddito è percepito, ma è accantonato per essere speso in un momento futuro». M. PORZIO, *Commentario della legge 28 dicembre 2005, n. 262 e del d.lg. 29 dicembre 2006, n. 303*, in A. NIGRO e V. SANTORO (a cura di), *La tutela del risparmio*, Torino, 2007, p. 111 s.; per F. FIORDIPONTI, *Tutela del risparmio: principi costituzionali e rimedi civilistici*, Napoli, 2012, p. 13, nota 8, il concetto di risparmio è soggettivo perché la dimensione delle spese correnti dipende da atteggiamento e scelte del titolare dello stesso ma anche dalle decisioni sugli investimenti. L'A. parla di risparmio come «frammento di ricchezza dinamica» contrapposto a quello statico. A dividerli, la variabilità del rischio, come elemento di riferimento del vantaggio atteso che, a sua volta, dipende dall'affidamento della quota di ricchezza ad altri che operano economicamente; ancora G. DE NOVA, E. GERELLI, G. TREMONTI, *Nuova forma di impiego del risparmio e di finanziamento delle imprese: disciplina civile e fiscale*, Milano, 1984, p. 13 ss.; per una disamina completa sull'evoluzione dottrinale e giurisprudenziale del risparmio, si veda C. BUZZACCHI, *Risparmio, credito e moneta tra art. 47 cost. e funzioni della banca centrale europea: beni costituzionali che intersecano ordinamento della repubblica e ordinamento dell'unione*, in *costituzionalismo.it*, 2016, p. 38 ss. Da un punto di vista più storico-economico si veda P. ALESSANDRINI, *El ahorro*, Barcellona, 1999. E.A. LISLE, *El ahorro y el ahorrador*, Parigi, 1967, *passim*, sostiene che l'idea del risparmio non si possa separare da quella economica e che non esiste alcuna soluzione di continuità tra il consumo ed il risparmio, ossia tra consumi più o meno immediati e consumi più o meno differiti.

momento ad un uso futuro; come risultato, ossia le risorse che, non consumate, vengono preservate per quando potranno essere maggiormente necessarie¹⁸⁸. Il modello di risparmiatore corrispondente a tale costruzione si rinveniva nella figura del *risk-avers investor*, ossia di un soggetto che puntava a conservare inalterato il suo capitale e il potere di acquisto dello stesso attraverso attività che consentissero rendimenti sicuri anche se bassi. Il risparmio privato veniva canalizzato verso il sistema bancario, laddove le banche erano considerate più che come «imprese soggette alle regole del mercato»¹⁸⁹, come istituzioni stabili, nettamente identificate e assistite da guarentigie.

Per tale motivo, il risparmio diveniva strumento a garanzia della solvibilità dell'intermediario e posto a salvaguardia della stabilità monetaria (e del sistema finanziario in generale). Protezione e promozione del medesimo, quindi, venivano affidate alla «“garanzia” politico-economica assicurata dalle autorità di governo [...]»¹⁹⁰ ed a penetranti poteri di vigilanza pubblica.

In un mercato finanziario compartimentato in stringenti linee di specializzazione istituzionale ed operativa, impermeabile a logiche concorrenziali¹⁹¹, la tutela, quindi, era collocata a livello macroeconomico e istituzionale – fondata sulla prevalenza della disciplina pubblicistica rispetto a quella privatistica – al di fuori ed al di sopra degli assetti contrattuali relativi alla concreta attuazione del risparmio. Attuazione che, inizialmente, consisteva in semplice attività di amministrazione di conservazione del denaro a mezzo deposito bancario. I risparmiatori erano sostanzialmente i depositanti; di conseguenza «tutela dei depositanti e tutela del risparmio tendenzialmente coincid(evano), nel senso che entrambi si riconducono alla solvibilità dell'impresa bancaria e [...] quest'ultima deve essere perseguita nell'interesse dello sviluppo dell'economia reale»¹⁹².

In quest'ottica viene letto, inizialmente, l'art. 47 cost., che «incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito»¹⁹³. Il risparmio è un valore

¹⁸⁸ S. DETTORI, A. ZITO, *Risparmio (tutela del)*, in G. GRECO e M. CHITI (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo europeo*, Milano, 2007, p. 1731, per i quali il risparmio, calato nel sistema capitalistico, diviene fonte del capitale che alimenta il processo produttivo; visto in chiave economica, diviene «ingranaggio fondamentale» su cui l'impresa fa affidamento «per potere avviare e realizzare il ciclo produttivo; e allo stesso modo per il risparmiatore si configura come modalità di accrescimento delle proprie risorse prodotte e non consumate».

¹⁸⁹ M. SARCINELLI, *La vigilanza sul sistema finanziario: obiettivi, assetti e approcci*, in 62 *Moneta e credito*, 2009, p. 150.

¹⁹⁰ A. IANNARELLI, *Il contraente-risparmiatore*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013, p. 47.

¹⁹¹ A. ANTONUCCI, *Le regole del mercato finanziario: la tutela del risparmiatore tra passato, presente e futuro*, in *rivistaianus.it*, 2019, p. 30.

¹⁹² R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007, p. 39.

¹⁹³ Per un ricostruzione evolutiva dell'art. 47 cost. v. R. COSTI, *Tutela del risparmio e Costituzione: storia e attualità dell'art. 47*, in *Banca impr. soc.*, 2018, p. 393 ss.; S. BARONCELLI, *Art. 47*, in R. BIFULCO, A. CELOTTO, M. OLIVETTI (a cura di), *Commentario alla costituzione*, Torino, II, 2006, p. 945; G. VISENTINI, *Risparmio e credito nella costituzione*, in *Enc. Giur. Treccani*, X, Roma, 1988; F. MERUSI, *Commento all'art. 47 cost.*, in G. BRANCA (a cura di), *Commentario della costituzione*, Bologna-Roma, 1980, p. 156 ss., il quale ritiene che la tutela prevista dalla costituzione si limiti al risparmio bancario e punti a conservare il valore della moneta, in particolare

costituzionalmente riconosciuto, avente una funzione sociale e fonte di ricchezza per gli operatori del mercato¹⁹⁴. La protezione e promozione, dunque, erano affidate alla Repubblica ma, al contempo, legate principalmente alla disciplina ed al controllo dell'esercizio del credito. Un'interpretazione letterale della norma, infatti, aveva portato a credere che la tutela non fosse del risparmio in sé ma del risparmio che passava per l'attività bancaria¹⁹⁵. In quest'ottica, per lungo tempo, l'attività bancaria è stata considerata al pari di un servizio pubblico e portatrice di interessi pubblicistici¹⁹⁶.

Già, la legge bancaria del 1936 (R.D.L., 12 marzo 1936, n. 375 convertito nella legge 7 marzo 1938, n. 141 e del d.l. 17 luglio 1937, n. 1400 convertito con la legge 7 aprile 1938, n. 636), la cui impostazione ed i cui principi sono stati confermati dallo stesso art. 47 cost.¹⁹⁷ e nella quale vigeva la netta separazione tra banca e impresa (e che sopravvisse al periodo fascista ed alla nascita della Costituzione) considerava

quella bancaria, rappresentata dai crediti a vista che i depositanti hanno nei confronti delle banche depositarie utilizzabili come strumenti di pagamento. Per una ricostruzione del dibattito pre-approvazione dell'art. 47 cost. si veda M. SARCINELLI, *La Costituzione italiana e la moneta: un incontro mancato*, in *Riv. pol. econ.*, 2006, p. 88 ss., in particolare, per la proposta del On. Zerbi che riuscì a far aggiungere alla tutela del risparmio anche il verbo «incoraggia». Attualmente, l'art. 47 cost. viene definito «“l'ombrello costituzionale” cui sono riconducibili le regolamentazioni, in senso lato, di tutte le attività finanziarie», proprio in quanto funge da pilastro portante per tutte le attività di regolamentazione e controllo (bancarie, finanziarie, assicurative, previdenza) che “utilizzano” il risparmio» (così S. AMOROSINO, *La “costituzione economica”: note esplicative di una nozione controversa*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2014, p. 234 s.).

¹⁹⁴ E. CATERINI, *Controllo del credito, tutela del risparmio e adeguatezza nel finanziamento finalizzato*, in V. RIZZO, L. DI NELLA, L. MEZZASOMA, E. CATERINI (a cura di), *La tutela del consumatore nelle posizioni di debito-credito*, Napoli, 2010, p. 47 s.; ID., *Credito al consumo, tutela e incoraggiamento del risparmio, sovraindebitamento*, in G. VILLANACCI (a cura di), *Credito al consumo*, Napoli, 2010, pp. 46-47, per il quale «La funzione del risparmio, sebbene connessa a quella creditizia, assolve ad un valore primario riconducibile alle istanze di sicurezza della persona: sicurezza per fronteggiare i bisogni dei superstiti nelle assicurazioni sulla vita, i bisogni dipendenti dalle invalidità, dagli infortuni, dalla disoccupazione volontaria, dalla inabilità al lavoro, dalla longevità. Il risparmio è dunque una modalità di previdenza volta a fronteggiare alcune esigenze di vita della persona». Senza un risparmio correttamente tutelato ed incoraggiato, secondo l'A., verrebbe compromesso il principio costituzionale dell'effettivo sviluppo della persona umana e l'esercizio del credito ne verrebbe pregiudicato (E. CATERINI, G. MURGOLO, *La trasparenza bancaria*, in E. CAPOBIANCO (a cura di), *I contratti bancari*, Milano, 2021, p. 144 s.).

¹⁹⁵ S. ORTINO, *Banca d'Italia e Costituzione*, Pisa, 1979, p. 142 ss.

¹⁹⁶ Già L. BRANDEIS, *Other's people money: and how he bankers use it*, 1914, p. 63, futuro Giudice della Corte Suprema, sosteneva che le banche dovessero essere considerate «as public-service corporations». Suggerimento che trova seguito nella legge italiana del 1936 e nella prima lettura dell'art. 47 cost.; le maggiori banche, infatti, erano di proprietà pubblica e lo Stato aveva un ruolo strategico. C. PAGLIARIN, *Le radici costituzionali della tutela del risparmio*, in *Banca impr. soc.*, 2021, p. 33, ricorda come Mediobanca «nata nel 1946 con l'obiettivo di favorire la ricostruzione, lo sviluppo e l'internazionalizzazione delle industrie italiane, aveva come banche fondatrici Banca commerciale italiana, Credito italiano e Banca di Roma, tutte controllate dall'IRI».

¹⁹⁷ La dizione, infatti, è la medesima: art. 1 legge bancaria «La raccolta del risparmio fra il pubblico sotto ogni forma e l'esercizio del credito sono funzioni di interesse pubblico regolate dalle norme del presente decreto», al punto tale che, come fanno notare S. ALVARO, D. VALIANTE, *La tutela costituzionale del risparmio alla luce del diritto europeo*, in *Banca impr. soc.*, 2021, p. 9, la prima lettura della norma costituzionale fu riduttiva perché ritenuta «“un'enunciativa generica dei principi della legge bancaria” o una “norma programmatica di contenuto generale” priva di una particolare precettività in assenza di una indicazione delle finalità perseguite tramite la stessa o di un indirizzo idoneo a vincolare il legislatore» (così anche M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1995 e V. CRISAFULLI, *La Costituzione e le sue disposizioni di principio*, Milano, 1952).

la tutela dei risparmiatori al pari di un *munus* pubblico sottoposto ad una vigilanza strutturale molto attenta alla stabilità delle banche¹⁹⁸.

La stessa norma costituzionale, nonostante la sua portata decisiva, per lungo tempo venne considerata una norma programmatica, «un'enunciativa generica dei principi della legge bancaria»¹⁹⁹ trasposti in costituzione. Donde l'impossibilità di estrarre dal suo disposto limiti e finalità dell'intervento pubblico, lasciato alla discrezionalità delle istituzioni parlamentari e governative.

Di contro, tra gli obiettivi dei poteri pubblici non figurava la tutela dell'equilibrio contrattuale. L'art. 32 della legge bancaria²⁰⁰, ad esempio, conferiva all'autorità di vigilanza poteri di intervento diretti sui costi e sulle condizioni delle principali operazioni bancarie, introducendo così un controllo autoritativo sui contratti. Con tale impostazione pubblicistica non interferiva neanche il codice civile del 1942 al quale si rinviava per individuare le modalità attuative del risparmio. Bastavano, dunque, i tipi contrattuali standard caratterizzati da una disciplina scarna e, soprattutto, silente rispetto agli interessi ed alla tutela del risparmiatore. Una disciplina, di retaggio liberale ottocentesco, fondata sulla «neutralità del contratto» ossia sull'uguaglianza formale dei contraenti dove da una parte vi era l'operatore bancario che dettava le regole attraverso le c.d. NUB (Norme Uniformi Bancarie) e dall'altra l'anonima e generica figura del risparmiatore²⁰¹.

Fuori dai radar del sistema giuridico rimaneva il mercato degli investimenti e la concorrenza tra gli operatori, possibili destinatari del risparmio dei privati.

Questa, ribattezzata da alcuni «stagione del paternalismo burocratico» era diretta conseguenza della crisi finanziaria del '29 i cui strascichi imponevano ai sistemi giuridici nazionali un interventismo tale da proteggere la stabilità monetaria e governare i fenomeni inflazionistici, favorendo il risparmio

¹⁹⁸ In precedenza, già la prima legge bancaria (contenuta nei regi decreti legge 7 settembre 1926, n. 1511 e 6 novembre 1926, n. 1830 convertiti con leggi 23 giugno 1927, n. 1107 e 23 giugno 1927, n. 1108) aveva sottratto il credito alle norme generali del codice di commercio e sottoposto ad uno statuto speciale.

¹⁹⁹ M. S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1977, p. 205. Sulla natura programmatica dell'art. 47 cost. vi sono numerose, quanto datate, pronunce della Corte Costituzionale. In particolare, Corte cost., 4 maggio 1995, n. 143, in *giurcost.org*, che si era pronunciata sull'introduzione ad opera del d.l. n. 333/1992, di una imposta straordinaria su depositi bancari e postali che, al giudice di merito, era parsa in violazione del suddetto articolo perché in grado di generare sfiducia nei risparmiatori e di sottrarre ricchezza dal sistema economico. La Corte aveva risposto che «è sufficiente rammentare che l'invocato precetto costituzionale contiene soltanto un principio programmatico al quale deve ispirarsi il legislatore ordinario» ma non può impedirgli di emanare norme giuridiche in dette materie se non in casi di vera contraddizione o compromissione del principio. Corte cost., 25 febbraio 2002, n. 29, in *juriswiki.it*, che ribadiva come questo fosse «un principio al quale il legislatore ordinario deve ispirarsi, bilanciandolo con gli altri interessi costituzionalmente rilevanti».

²⁰⁰ *Ex multis*, V. MEZZACAPO, *Commento all'art. 32*, in F. CAPRIGLIONE e V. MEZZACAPO (a cura di), *Codice commentato della banca*, Milano, 1990, I, p. 323. In generale, per la legge bancaria del 1936 v. S. CASSESE, *È ancora attuale la legge bancaria del 1936? Stato, banche e imprese pubbliche dagli anni '30 agli anni '80*, Roma, 1987.

²⁰¹ I limiti tecnici della disciplina codicistica sui contratti bancari che manifestano un evidente *favor* per le banche sono stati messi in luce da parte della dottrina. V., ad esempio, G. CAMPOBASSO, *Servizi bancari e finanziari e tutela del contraente debole: l'esperienza italiana*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, p. 564 ss.

pubblico²⁰². In un sistema così descritto, economicamente chiuso e «*bank oriented*», il rischio inflazione, infatti, rappresentava il principale rischio finanziario generatore del rischio di cambio e del rischio di tasso d'interesse, entrambi però non incidenti sul singolo risparmiatore bensì sull'intero sistema economico.

Nonostante la evidente differenza di condizioni storiche in cui versava la Spagna nello stesso periodo, la situazione legislativa del sistema finanziario tra il 1900 ed il 1975 si rivelò comunque interventista²⁰³. Nell'anno 1921 il meccanismo bancario nazionale aveva assunto una tale importanza che non poteva essere lasciato al suo spontaneo sviluppo. La funzione creditizia dello stesso aveva, e conserva tuttora, carattere di interesse pubblico. Il fatto di raccogliere grandi quantità di risparmio nazionale e creare mezzi di pagamento ha giustificato l'intromissione normativa dello Stato. A riprova, la LOB del 1921, *Ley de ordenación bancaria*, posta a fondamento del suddetto sistema fino alla Guerra Civile²⁰⁴. La stessa aveva due obiettivi: consolidare la Banca di Spagna come banca centrale (ossia costituire una banca nazionale) e creare una nuova disciplina per le banche private.

Sullo sfondo, tuttavia, restavano le divergenze tra ordinamento italiano e ordinamento spagnolo, prime fra tutte, a fronte della diversificazione finanziaria della realtà italiana, l'accentramento nelle mani di poche entità spagnole della gestione del risparmio privato e la conseguente discriminazione normativa nei confronti degli intermediari finanziari non bancari (casche di risparmio) ai quali era consentito svolgere un numero chiuso di operazioni. Ne scaturiva un elevato potere di mercato della banca per un

²⁰² Dalla ricostruzione di A. IANNARELLI, *Il contraente-risparmiatore*, cit., p. 48 ss., emerge che la stabilità del potere di acquisto di moneta era lasciata alle autorità monetarie ed alle discipline prudenziali delle banche che dovevano valutare il rapporto depositi/prestiti, quindi tenere sotto controllo la massa monetaria in circolazione e contenere i «processi produttivi di moneta c.d. creditizia». Secondo l'A., la riprova della tutela e promozione del risparmio emerge nel momento in cui gli Stati, con l'accordo internazionale di *Bretton Woods* del 1944 (che istituì Banca Mondiale e Fondo Monetario Internazionale), in un'ottica di *cooperative decentralization*, iniziarono ad adottare sistemi di limitazione di movimento di capitale all'estero e vigilanza su sistema bancario e finanziario eliminando, però, il sistema del *gold standard*. L'A. tuttavia riporta anche la critica di parte della dottrina d'oltremarica a tale scelta. Secondo questi ultimi, sostenitori dell'interventismo alla *Keynes*, l'abolizione del *gold standard* è un paradosso perché il potere di controllo sarebbe, in tal modo, passato in mano allo Stato che, in qualità di debitore del debito sovrano crescente, avrebbe tratto maggior giovamento dai processi di inflazione causati da una blanda politica monetaria (cfr. J. H. DE SOTO, *Money, bank credit and economic cycles*, Auburn, 2009, p. 152 ss.).

²⁰³ Con il termine interventismo ci si riferisce all'aspetto normativo, in un congiunto di disposizioni che strutturano il sistema bancario quanto a organizzazione e regolazione, così come ad un insieme di norme riferite a certe obbligazioni che gli istituti bancari devono rispettare nella contrattazione con la clientela (E.A. BARBIER, *Contratación bancaria*, Tomo I, *Consumidores y usuarios*, Buenos Aires, 2008, p. 35). Alcuni giustificano detta politica perché la banca soddisfa esigenze della comunità attraverso attività, che a seconda di come vengono gestite, pregiudicano o tutelano interessi generali (C. BOLLINI SHAW, E.J. BONEO VILLEGAS, *Manual para operaciones bancarias y financieras*, Buenos Aires, 1981, p. 25).

²⁰⁴ La Legge stabilì principi essenziali sul capitale della Banca di Spagna, sulla relazione della stessa con la tesoreria, sulla politica di sconti e di mobilitazione dell'oro ecc. (E. RIDRUEJO, *El sistema bancario español*, in *Moneda y crédito*, 1954, n. 51, p. 35 ss.).

lato ma, allo stesso tempo, un maggior grado di intervento dello Stato spagnolo sulla politica creditizia con particolare riferimento alle condizioni ed alle modalità di assegnazione del credito stesso²⁰⁵.

2. ...alla tutela del risparmiatore

Il contesto descritto inizia a cambiare nei decenni '70-'90 con la nascita della società cd. «post-industriale»²⁰⁶, frutto della contrazione della redditività dell'economia reale.

Le prime forme massive di espansione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione fanno da propulsori al processo di finanziarizzazione dell'economia per lo sviluppo internazionale di un fiorente mercato finanziario, nell'accezione di accumulazione di capitale fuori da una dimensione propriamente produttiva²⁰⁷. La ricchezza si dematerializza²⁰⁸, il concetto di risparmio diviene dinamico:

²⁰⁵ Sul tema, M. ÀNGELES PONS, *Las principales reformas del sistema financiero español*, in J.L. MALO DE MOLINA y P. MARTÍN ACEÑA (a cura di), *Un siglo de historia del sistema financiero español*, Madrid, 2011, p. 87 ss.; P. MARTÍN ACEÑA, *Desarrollo y modernización del sistema financiero, 1844-1935*, in N. SANCHEZ ALBORNOZ (a cura di), *La modernización económica de España 1830-1930*, Madrid, p. 121 ss.

²⁰⁶ La definizione si riconduce a D. BELL, *The Coming of Post-Industrial Society. A Venture in Social Forecasting*, New York, 1973, il quale sosteneva che la *post-industrial society* comportasse la nascita e la crescita di una *knowledge class*, un cambio dall'economia dei beni all'economia dei servizi, e un cambio di ruolo per le donne tutto questo grazie ad un incremento della dipendenza dell'uomo dalla scienza come mezzo di innovazione sociale e tecnico.

²⁰⁷ A. SALENTO, *Finanziarizzazione dell'economia, disconnessione delle imprese*, in M. FRANCESCA e C. MIGNONE (a cura di), *Finanza di impatto sociale strumenti, interessi, scenari attuativi*, Atti del convegno, Lecce, 17-19 maggio 2018, p. 188, sostiene che in tal senso la finanziarizzazione sia da considerare non soltanto l'aumento del valore delle transazioni finanziarie, ma anche «l'insieme delle trasformazioni regolative che lo rendono possibile: i processi di liberalizzazione delle attività finanziarie, i processi di privatizzazione, i processi di flessibilizzazione/precarizzazione del lavoro, e una generale depoliticizzazione della regolazione dell'economia». In Italia, infatti, gli anni '90 sono stati forieri di una legislazione che ha progressivamente liberalizzato il mercato del credito nel favor di una maggiore concorrenza interna e comunitaria. In particolare, dalla legge n. 218 del 1990 ed il successivo decreto legislativo n. 356 del medesimo anno, il sistema bancario italiano ha subito un intenso processo di privatizzazione, che ne ha profondamente modificato la struttura, una volta abbandonato il modello del controllo pubblico affermatosi in passato (per approfondimenti si veda, ad esempio, L. AMMANNATI (a cura di), *La privatizzazione delle imprese pubbliche in Italia*, Milano, Giuffrè, 1995). Per S. ZAMAGNI, *La lezione e il monito di una crisi annunciata*, in *Sistemi intelligenti*, 2009, p. 293, con «finanziarizzazione della società» si intende il costante accrescimento della quota di attività della finanza in ambito economico, che ha comportato una progressiva modifica delle «mappe cognitive delle persone sia il loro sistema di valori».

²⁰⁸ Sulla concezione di ricchezza dematerializzata si veda M. COSSU, P. SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente – divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, p. 201 ss., i quali sostengono che la ricchezza nella finanza è assente in quanto deve ancora essere conseguita. Gli «oggetti» scambiati sul mercato finanziario non sono compresenti agli scambi, sono oggetti assenti, ricchezza assente. «Quel che si scambia sono i diritti che danno accesso a beni che si trovano altrove, sull'asse dello spazio (per esempio: merci viaggianti) o sull'asse del tempo (per esempio: somme di denaro non esigibili); o su entrambi gli assi». La ricchezza inesistente, invece, secondo gli Autori, si manifesta nel campo dei derivati, nell'ipotesi in cui «il derivato rappresenta la variazione di valore di un asset assente nel mondo reale» ed è il momento di scollamento maggiore tra il mercato reale ed il mercato finanziario. Sulla stessa linea F. GALGANO, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005, p. 17, che, con riferimento al periodo neoliberista sostiene che «la ricchezza, per potersi internazionalizzare, si è dovuta dematerializzare. Se il mercato è la Mano invisibile che regge la vita economica, la ricchezza dematerializzata ne rappresenta l'espressione sublime: è ricchezza invisibile e intangibile, è la ricchezza elevata a puro concetto». Proprio in quegli anni, specificamente nel 1998, P. FERRO LUZZI, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, p. 191 ss., in occasione di un intervento ad una conferenza ABI, ricordava come la ricchezza tendesse ad avere sempre più natura finanziaria. Di contro «il Codice

rileva per il suo intrinseco valore economico e viene investito nell'attività economica. Si assiste alla nascita delle «creazioni finanziarie» e la parola “prodotto” assume la nuova connotazione di prodotto finanziario²⁰⁹.

Gli ordinamenti bancario e finanziario subiscono sostanziali mutamenti grazie all'adesione dell'Italia ai Trattati europei, in particolare il Trattato di Maastricht del 1992. Ai due pilastri della Costituzione economica, artt. 41 e 47, si aggiungono un terzo ed un quarto pilastro comunitari: «libertà di circolazione dei capitali e dal diritto di stabilimento, e dai principi/obiettivo contenuti nelle direttive e nei regolamenti comunitari»²¹⁰. I movimenti di capitale, d'altronde, sono facilitati a livello europeo dalla moneta unica che aiuta il processo integrativo dei mercati finanziari europei. L'agenda di Lisbona del 2000 si pone come obiettivo proprio l'adozione di misure normative che puntino alla realizzazione di mercati finanziari efficienti e collaborativi.

Il neoliberismo²¹¹ di origine statunitense, che trova nuova linfa vitale proprio in quegli anni '90 dopo le numerose critiche allo Stato Sociale, rinnova la fiducia al mercato e all'iniziativa privata dando avvio ad una stagione di *deregulation* nella convinzione – che erroneamente viene, per tradizione, ricondotta a Smith²¹² – che i mercati di stampo capitalistico abbiano la capacità di autoregolarsi e di ripristinare gli equilibri e la stabilità senza supporto esterno dello Stato²¹³. In particolare, il mercato finanziario è un

Civile del 1942, pone al centro dei valori economici la proprietà, poi soprattutto fondiaria, e se si occupa di impresa, si occupa di impresa industriale; di finanza nel Codice Civile non vi è nulla» e, per questo, richiedeva un'estrema cautela nell'applicare al settore finanziario tutti i principi, le regole, e le discipline del diritto privato.

²⁰⁹ Sempre P. FERRO LUZZI, *Attività e prodotti finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, p. 133 ss., il quale cerca di definire la finanza e il finanziario di cui mancano vere e proprie nozioni. Se l'operazione finanziaria è quella che è programmata per iniziare e finire con il denaro, più difficile dare una definizione di prodotto finanziario e distinguerlo dallo strumento finanziario al punto che l'Autore, in conclusione, ritiene impossibile precisarne il contenuto e la portata generale dello stesso.

²¹⁰ S. AMOROSINO, *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, p. 8 ss.

²¹¹ Il neoliberismo viene definito come: «*grabag of ideas based on the fundamentalist notion that markets are self-correcting, allocate resources efficiently, and serve the public interest well*» (J. STIGLITZ, *The End of Neo-liberalism?*, in *Project Syndicate*, July, 7, 2008, in project-syndicate.org/commentary/the-end-of-neo-liberalisme) si fonda sull'idea del *market first*, ossia di un mercato come archetipo di riferimento, la cui nascita ed il cui funzionamento efficiente viene stimolato dal diritto. Nonostante sia stato attraversato da differenti anime, in cui prevalevano gli economisti della *School of Chicago*, le idee propuginate hanno fatto da base al movimento dell'EAL, *Law and economics*, il quale a sua volta ha rappresentato la scuola giuridica con un impianto teorico tale da influenzare il pensiero di legislatori e giudici.

²¹² Come osservano R. DI RAIMO e C. MIGNONE, *Strumenti di finanziamento al terzo settore e politiche di intervento locale nella «società inclusiva» europea. (Dalla filantropia alla finanza alternativa)*, in *Giust. civ.*, 2017, p. 141, nota 1, ciò che si ignora in merito alla teoria della mano invisibile è che «la visione del mercato come una realtà naturale che si regola da sé, e l'inesistenza di un bene pubblico sovraordinato al benessere economico – sono ascrivibili alla mitologia liberista sviluppatasi negli Stati Uniti, nei primi anni del XX secolo». Anche perché tale idea sarebbe stata incoerente «con l'impianto complessivo dell'opera smithiana, che incorporava una forte normatività, connessa all'identificazione di robusti presupposti etici del mercato» (in tal senso a M. LUCIANI, *Unità nazionale e struttura economica. La prospettiva della Costituzione repubblicana*, Torino 28 ottobre 2011, in associazioneicostituzionalisti.it, p. 22 ss.)

²¹³ Proprio la *deregulation* sarebbe stata la causa della crisi del 2008. L'esaltazione della capacità di autogestione del mercato, nell'idea di esistenza di un *order without law*, in una al rapporto critico tra mercato come istituzione e Stato Moderno hanno ampliato gli spazi di azione degli operatori del mercato ed aperto le porte, in

mercato efficiente, alla stregua di quello dei prodotti finali, che trova il suo equilibrio su scambi realizzati al «giusto prezzo» dato dall'andamento della domanda e dell'offerta, purché sia garantita la libertà di accesso e, come si vedrà, la piena informazione dei soggetti.

La prospettiva tradizionale, che privilegia la funzione pubblicistica dell'attività bancaria, quindi, non può che regredire per lasciare spazio alla centralità del mercato operante secondo dinamiche concorrenziali²¹⁴.

Con il Trattato di Maastricht e di Amsterdam, la tutela della concorrenza assurge a principio fondamentale del diritto europeo perché condizione essenziale del benessere economico collettivo.

modo incauto, a nuove categorie di debitori. Ad esempio, si è concesso alle banche di invertire la funzione creditizia tradizionale: se prima raccoglievano il denaro per prestarlo, in quella fase contingente prima prestavano il denaro e poi facevano provvista con la vendita di quegli stessi prestiti (F. FIORDIPONTI, *Tutela del risparmio: principi costituzionali e rimedi civilistici*, cit., p. 14 (nota 9), ivi altra dottrina). M. LIBERTINI, *La tutela della libertà di scelta del consumatore e i prodotti finanziari*, in *orizzontideldirittocommerciale.it*, in merito alla crisi del 2008 sostiene che la stessa abbia messo in crisi le tesi liberizzatrici. Si è riscoperta la teoria di Minsky (H. MINSKY, *The Global Consequences of Financial Deregulation*, in *digitalcommons.bard.edu*, 1986), sulla naturale ed ineliminabile instabilità del mercato finanziario per il quale «La formazione dei prezzi delle materie prime e dei prodotti finanziari è guidata, piuttosto, da previsioni sull'andamento futuro (prossimo) dei prezzi stessi: da ciò la "naturale" amplificazione di ogni tendenza al rialzo o al ribasso. In periodi di aspettative di prezzi crescenti non solo aumenta a dismisura la domanda dei prodotti finanziari interessati al fenomeno, ma si autoalimenta la massa di credito garantito dal valore (appunto crescente) dei prodotti stessi. Questo effetto-leva aumenta fino al momento in cui qualche rapporto debitorio entra in crisi e si comincia a diffondere la preoccupazione di ulteriori insolvenze. Da qui si avvia il moto pendolare di ribasso del valore di mercato dei prodotti interessati, alimentato anche da fenomeni speculativi, e le perdite patrimoniali di chi aveva investito nei prodotti finanziari entrati nella spirale della crisi determinano una reazione a catena, con effetti depressivi sull'intera economia». Di conseguenza, ciò denota la necessità per il mercato finanziario di essere permanentemente controllato da un'autorità di regolazione avente la funzione di impedire che le fasi espansive e quelle depressive seguano fino in fondo l'andamento "spontaneo". Così anche S. DETTORI, A. ZITO, *Risparmio (tutela del)*, cit., p. 1734 ss., secondo i quali una volta venuta meno la lettura dirigistica dell'art. 47 Cost. per via del processo di integrazione europea, non si può dubitare che il mercato finanziario non possa essere oggetto di *deregulation* poiché «esso non è in grado di funzionare correttamente sulla sola base dell'autonomia privata e della libertà negoziale». Proprio tali riflessioni, dopo la crisi, fanno riguadagnare terreno e consenso al ruolo attivo dello Stato (in tal senso si veda J. STIGLITZ, *Il ruolo economico dello Stato*, Bologna, 1992). Allo stesso modo F. DENOZZA, *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2012, p. 5 ss., che sostiene che la modifica della idea stessa di risparmio «poteva rendere perfettamente razionale che il nullatenente (il c.d. «ninja») contraesse un mutuo fondiario nella speranza di ripagarlo grazie alla rivalutazione della casa che andava acquistando. Non c'è poi dubbio che per le banche fosse razionale non interessarsi troppo della solvibilità di un debitore che avrebbe presto ceduto grazie alla cartolarizzazione e che fosse razionale calcolare attraverso statistiche, e non con indagini dirette, le probabilità di insolvenza di gruppi disparati di debitori ammassati in *tranches*. Per le agenzie di *rating* era poi perfettamente razionale valorizzare attraverso l'attività di consulenza un *know how* tanto faticosamente acquisito. Né è dubbio, infine, che per tutti i gestori fosse razionale mantenere quel comportamento di gregge che già Keynes aveva segnalato come caratteristico di coloro che operano su mercati speculativi». Per una ricostruzione ragionata dei motivi che hanno scatenato la bolla dei mutui *sub-prime* si legga S. ZAMAGNI, *La lezione e il monito di una crisi annunciata*, cit., il quale, in un'altra opera (ID., *Economia ed etica. La crisi e la sfida dell'economia civile*, cit., p. 58 s.) sostiene che la *deregulation* finanziaria ha causato «un pericolo mortale»: la rescissione del legame tra democrazia e mercato. La duplice promessa delle istituzioni finanziarie di autoregolarsi e, così facendo, di garantire risultati economici tali da assicurare rendimenti superiori alla media, è fracassata in una tragica menzogna.

²¹⁴ Le idee alla base della *deregulation* sono sapientemente riprese nel volume di R. RAJAN, L. ZINGALES, *Salvare il capitalismo dai capitalisti*, Torino, 2004, e possono essere così riassunte: - la concorrenza nei mercati finanziari è essenziale per l'efficienza complessiva del sistema economico; - gli interessi politici ed imprenditoriali sono contrari alla concorrenza; - necessita, quindi, una politica di promozione della concorrenza.

Nonostante tutto, però, l'Europa non abbraccia totalmente l'economia di mercato ma mantiene una serie di interventi correttivi, in particolare nel settore bancario con differenti misure prudenziali e nel mercato finanziario dove le regole del gioco vengono elaborate dagli Stati in sinergia con le *Authorities* e l'autonomia privata²¹⁵.

La svolta liberista si avverte anche in Italia dove, con l'approvazione della legge Antitrust nel 1990²¹⁶, la tutela della concorrenza diviene valore politico e principio giuridico²¹⁷. Il cambiamento, tuttavia, si avverte nel 2001 con la riforma del Titolo V della Costituzione che, all'art. 117, comma 2, lett. e), eleva la salvaguardia e la promozione della concorrenza a rango costituzionale e la assegna alla competenza legislativa esclusiva dello Stato²¹⁸. Nell'articolo suddetto, inoltre, rientra anche «la moneta, tutela del risparmio e dei mercati finanziari». È evidente, dunque, che occorre rileggere anche l'art. 47 cost. in chiave competitiva. La lettura unitaria del risparmio con il mercato finanziario, infatti, parrebbe ad alcuni un modo per comprimere la concezione oggettiva del risparmio ex art. 47 cost. «in una

²¹⁵ Sul punto v. C. BRESCIA MORRA, *La disciplina dei controlli pubblici sulla finanza*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, p. 301 ss.

²¹⁶ *Ex multis*, G. PIOVERA, *L'incidenza della legge antitrust nel settore bancario. Profili esegetici*, in *Giur. it.*, 1992, p. 188 ss.; R. ALESSI, *Commento alla legge 10 ottobre 1990 n. 287*, in R. ALESSI, G. OLIVIERI (a cura di), *La disciplina della concorrenza e del mercato*, Torino, 1991, p. 145 ss. Per una disamina puntuale sullo sviluppo della concorrenza leale, effettiva e corretta nell'interesse dei consumatori e, di conseguenza, sul rapporto tra politiche consumeristiche ed *antitrust*, si veda P. PERLINGIERI, *La tutela del consumatore nella Costituzione e nel Trattato di Amsterdam*, in E. CATERINI, P. PERLINGIERI (a cura di), *Il diritto dei consumi*, vol. I, Napoli, 2004, p. 9 ss.

²¹⁷ In tal senso, F. PULITINI, *Quante analisi economiche del diritto? Riflessioni su Yale e Chicago*, in *Merc. conc. reg.*, 2003, p. 141 s., afferma che una delle occasioni di incontro tra diritto ed economia è stata proprio quella della risoluzione dei problemi della concorrenza. Questa è divenuta lo snodo attorno al quale le due discipline hanno dovuto trovare un punto di convergenza, e protagonista assoluta è stata la Scuola neolibertista di Chicago. Come ha sostenuto F. ROMANI, *Pensiero economico, pensiero giuridico e concorrenza*, in N. LIPARI e I. MUSU (a cura di), *La concorrenza fra diritto ed economia*, Milano, 2000, «A dire il vero la concorrenza è stata praticamente inventata dagli economisti appunto nel diciottesimo secolo quando veniva inventata anche la denominazione di economisti per i cultori della nuova scienza dell'economia politica. La scienza economica nasce da un problema di filosofia politica. È possibile che una società non gerarchicamente ordinata possa funzionare? È possibile che ognuno faccia quel che gli pare senza che il risultato sia il disordine e il caos?».

²¹⁸ Per una ricostruzione evolutiva della tutela della concorrenza si veda M. LIBERTINI, *Concorrenza*, in *Enc. dir. Annali*, Milano, III, 2010, p. 240 ss.; ID., *La tutela della concorrenza nell'ordinamento italiano: dal codice civile del 1942 alla riforma costituzionale del 2001*, in *Mon. cred.*, 2015, p. 365 ss., il quale, oltretutto, sostiene che non fosse scontato l'inserimento della stessa in costituzione e fa notare che la stessa non è menzionata neanche negli enunciati normativi di quella americana; ID., *La tutela della libertà di scelta del consumatore e i prodotti finanziari*, cit., p. 1 ss.; La Carta costituzionale «di mercato, di concorrenza (...) non fa esplicita menzione e sul punto, pertanto, è tacciata, ma ingiustamente, di ambiguità. In essa la difesa del mercato sussiste ed è di alto profilo [P. PERLINGIERI, *Mercato, solidarietà e diritti umani*, in *Rass. dir. civ.*, 1995, p. 101 (ora in *Il diritto dei contratti fra persone e mercato. Problemi di diritto civile*, Napoli, 2003, p. 239 ss.)]; l'Illustre Autore sostiene, infatti, che la concorrenza, anche prima della riforma costituzionale del 2001, veniva riconosciuta come presente e tutelata assieme al mercato e per questo nega la tesi secondo cui la Costituzione «non accoglie né il modello dell'economia di mercato né il generale principio della concorrenza», sí che: «il mercato non riceve né garanzie né tutele costituzionali: esso, quando c'è, viene consegnato alla disciplina del codice civile» (P. PERLINGIERI, *Le ragioni del mercato e le ragioni del diritto dalla Comunità economica europea all'Unione europea*, in *Studi in onore di Giovanni Giacobbe*, Milano, 2010, p. 12, con riferimento alla teoria di N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998, p. 18). D'altronde la libertà di concorrenza è insita nella libertà di iniziativa economica ai sensi dell'art. 41 cost.: per tale ragione non si può sostenere che il Costituente fosse neutrale nei confronti della stessa (così anche G. OPPO, *Iniziativa economica e libertà di pensiero*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, p. 509 ss.).

dimensione ‘privatistica’ del fenomeno per la previsione di misure volte alla protezione del risparmiatore/investitore piuttosto che del risparmio in senso lato»²¹⁹. La tutela del risparmio, quindi, sarebbe rivolta alla ricerca di forme giuridiche di protezione dei risparmiatori che investono nei mercati finanziari che per loro natura sono forieri di rischi a cui si sottopongono in modo più o meno consapevole.

Si entra in una nuova fase: dalla tutela mediata del risparmiatore alla tutela immediata come soggetto protagonista del mercato. Con un’ulteriore precisazione: nel nuovo contesto, la figura del risparmiatore, nell’accezione di mero depositario dei propri risparmi nonché fruitore dei tradizionali servizi bancari, cede il passo all’investitore²²⁰. La stabilità dell’amministrazione conservativa della ricchezza monetaria lascia il posto al dinamismo dell’investimento finanziario e la remunerazione del capitale diviene scopo principale del suo titolare²²¹.

Un cambio, quest’ultimo, che ha subito un’accelerata giusto con il post-pandemia nel quale gli esperti spagnoli hanno concordato la rilevanza di fare il passo da risparmiatore ad investitore in un contesto in cui i cittadini spagnoli hanno raddoppiato il tasso di risparmio del 2019. L’investimento risulta essere l’unico rimedio ad una crisi diversa dalle precedenti, di natura strutturale, laddove ad liquidità alluvionale si accompagna la perdita di valore del denaro nei conti correnti dovuta all’inflazione. Il

²¹⁹ F. ZATTI, *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in AA. VV., *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010, II, p. 1475, il quale osserva che come i padri costituenti avevano preso atto dell’assetto istituzionale del sistema finanziario derivante dalla legge bancaria del 1936-38, così il legislatore costituzionale del 2001 ha preso atto della trasformazione avviata dal sistema finanziario italiano a partire dagli anni Novanta del secolo scorso, a partire dalle direttive 93/6/CE del Consiglio del 15 marzo 1993 (relativa all’adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi) e 93/22/CE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari. Sul rapporto tra art. 47 e art. 117 cost. C. BUZZACHI, *Risparmio, credito e moneta tra art. 47 cost. e funzioni della banca centrale europea: beni costituzionali che intersecano ordinamento della repubblica e ordinamento dell’unione*, in *costituzionalismi.it*, 2016, p. 62, sostiene che «mentre il primo è una statuizione di portata più generale, che declina il riconoscimento del risparmio in termini di tutela ed incoraggiamento; che non circoscrive il risparmio alla dimensione di natura finanziaria, ma espressamente contempla manifestazioni del risparmio che possono essere molteplici [...], la seconda disposizione si caratterizza invece per collegare strettamente il risparmio alla sede nella quale sempre più esso diventa rilevante: i mercati finanziari».

Con riferimento al peso specifico dell’art. 47 Cost. come tutela del diritto al risparmio in correlazione con la tutela del diritto all’abitazione del consumatore, acquirente di beni immobili da costruire, si veda L. MEZZASOMA, *Il «consumatore» acquirente di immobili da costruire fra diritto al risparmio e diritto all’abitazione*, Napoli, 2008, secondo il quale tale articolo permea tutta la disciplina di cui al d.lg. n. 122 del 2005, così come dimostra l’obbligo di rilascio di una polizza fideiussoria a garanzia degli acconti riscossi dal costruttore. Come sottolinea l’A. la Carta Costituzionale, con l’introduzione dell’art. 47, aveva manifestato il suo favore per la tutela del risparmio, incentivando l’accesso del risparmio popolare per l’acquisto della casa di proprietà. *Favor* che, tuttavia, si incagliava nel vuoto legislativo di attuazione pratica di detti diritti.

²²⁰ Si passa dal risparmio cd. inconsapevole, ossia quello che affluisce alle banche, al risparmio consapevole che, invece, affluisce agli intermediari finanziari (A. NIGRO, *La nuova regolazione dei mercati finanziari: i principi di fondo delle direttive e del regolamento MIFID*, in S. ADAMO, E. CAPOBIANCO, P. A. CUCURACHI (a cura di), *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, Napoli, 2010, p. 41).

²²¹ Al punto da ritenere l’investimento come «una opportunità più o meno rischiosa di accrescimento del patrimonio» per la quale «l’investitore diviene imprenditore di sé stesso», salvo articolazioni interne dei livelli di rischio (così F. DENOZZA, *I conflitti di interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore “imprenditore di se stesso”*, in ID., *I servizi del mercato finanziario: in ricordo di Gerardo Santini*, Milano, 2009, p. 151 ss.).

passaggio da risparmiatore ad investitore permette di ottenere un certo rendimento, tenendo sempre presente che rendimento e rischio vanno di pari passo. Il risparmiatore è costretto a fare il salto verso l'altra categoria perché l'immobilità patrimoniale, in detto contesto, genera solo perdita²²².

D'altra parte dal punto di vista privatistico, come è stato sostenuto²²³, la *deregulation* non è stata solo sinonimo di liberalizzazione bensì di un cambio di approccio al mercato finanziario, in un'ottica di *consumerization*, laddove alla deregolamentazione del rapporto B2B (*business to business*), si è affiancata una regolamentazione con fine prosumeristico nei rapporti B2C (*business to consumer*) e di commercializzazione del diritto. Il punto, secondo autorevoli voci, è capire se il cambio nel diritto contrattuale (e nelle regole di validità) sia stato più liberista o più sociale²²⁴.

L'approccio neocapitalistico, infatti, sostiene che il miglior funzionamento del mercato passi dalla protezione dei suoi utenti. Utenti che, grazie alla politica consumeristica adottata dall'Europa a partire dal 1985²²⁵, non sono ricompresi nella categoria neutra di "parte" del contratto, bensì differenziati in base alle loro caratteristiche e tutelati a seconda del livello di debolezza.

Crolla il mito dell'eguaglianza dei contraenti²²⁶.

²²² Per ulteriori riferimenti, si veda EL ECONOMISTA ES, *De ahorrador a inversor, un paso necesario para dejar de perder valor*, in *proquest.com*, 15 novembre 2021. Sul profilo parzialmente differente del risparmiatore-investitore si veda Á.L. SÁNCHEZ MORENO y R.R. SAINZ DE ROZAS, *¿Cuál es su perfil inversor? Ponga su patrimonio a buen recaudo*, in *La Ley*, 2008. A. SEQUEIRA, E. GADEA, F. SACRISTÁN, *La contratación bancaria*, Madrid, 2007, p. 33, precisano che il risparmiatore ha doppia posizione nel mercato finanziario: da una parte è un investitore o depositante, che decide di fare una certa direzione al suo risparmio, dall'altro è cliente delle entità finanziarie. Il primo viene tutelato attraverso la trasparenza informativa delle caratteristiche dei prodotti e degli emittenti; il secondo attraverso una apposita normativa di tutela dell'utente di servizi finanziari, nella quale sono inclusi i regolamenti interni degli intermediari che lo proteggono da eventuali conflitti di interesse.

²²³ H.A. GARTEN, *The consumerization of financial regulation*, in *Washington University Law Quarterly*, vol. 77, p. 287 s.; M. LIBERTINI, *La tutela della libertà di scelta del consumatore e i prodotti finanziari*, cit., p. 8.

²²⁴ A. GENTILI, *Il ruolo della razionalità cognitiva nelle invalidità negoziali*, in AA. VV., *Oltre il soggetto razionale. 1 fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, 2014, p. 82, nota 19, il quale sostiene: «È possibile infatti interpretare i documenti comunitari tanto nel senso che l'incremento di efficienza era l'obiettivo economico perseguito per se stesso, sia pure nella consapevolezza che avrebbe giovato anche alla società, quanto nel senso che con l'evoluzione dell'ispirazione legislativa comunitaria circa il governo degli scambi, siano subentrate intenzioni politiche di riconoscimento di diritti civili e di protezione di contraenti 'deboli', giustificate anzitutto da necessità di efficienza ma anche dalla loro dignità e debolezza [...]».

²²⁵ Prima ancora si segnala la Risoluzione C92/1 del Consiglio CEE del 14 Aprile 1975 sulla tutela dei diritti e degli interessi dei consumatori, la quale, a sua volta, è stata ispirata dai principi della «Carta europea di protezione dei consumatori» approvata dal Consiglio d'Europa nel 1973.

²²⁶ L. MEZZASOMA, *Il consumatore ed il professionista*, in G. RECINTO, L. MEZZASOMA, S. CHERTI (a cura di), *Diritti e tutele dei consumatori*, Napoli, 2014, p. 13, definisce il principio di eguaglianza formale come una «vera e propria illusione» sostenendo, giustamente, che è necessario derogare al principio che per il quale l'ordinamento rifiuta di comprimere l'autonomia negoziale. Ciò in quanto quest'ultimo crea spazi di libertà talmente ampia che è facile agevolare l'appropriamento del contraente forte su quello debole. A. NICOLUSSI, *I consumatori negli anni settanta del diritto privato. una retrospettiva problematica*, in *Europa e dir. priv.*, 2007, p. 902, ricorda come «il linguaggio del codice appartiene alla grande stagione dell'uguaglianza in senso formale che considera il soggetto giuridico in termini astratti come l'uomo senza qualità: un soggetto individuo più che persona, e inoltre un soggetto senza status, senza cioè una categoria sociale di riferimento, secondo una concezione formale del principio di uguaglianza quale interscambiabilità delle parti nella relazione giuridica». Nello stesso senso v. A. CATAUDELLA, *Introduzione*, in M. L. CHIARELLA (a cura di), *I contratti dei consumatori e dell'utente tra diritto comune e codificazioni di settore*, Napoli, 2016, p. 31 ss.

La mole degli scambi e della complessità delle relazioni commerciali impone prima la diffusione della contrattazione *standard* e di massa²²⁷, in cui già si riconosce una disparità di trattamento tra le parti, per poi estendere la verifica di un *deficit* di potere contrattuale di una rispetto all'altra nel singolo contratto, secondo la teoria del contratto asimmetrico. Si assiste ad una relativizzazione sia del principio di autoinformazione sia della regola del *caveat emptor*; il principio dell'autonomia della volontà diventa molto più teorico che reale²²⁸.

La figura del consumatore, quale categoria primaria di questo cambiamento, deve essere protetta in quanto detta tutela incentiva lo sviluppo dell'economia: l'elevamento degli *standards* qualitativi dei beni o servizi produce un miglioramento dell'offerta, e diviene uno sprone per l'efficienza delle imprese. La debolezza di tale soggetto è fisiologica²²⁹ ed è ricondotta ad una asimmetria informativa intrinseca:

²²⁷ P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., p. 90, riprendendo le parole di Galgano, sottolinea proprio la matrice economica del contratto *standard* parlando, appunto, di standardizzazione degli scambi che eliminano la fase delle trattative ed impone un adeguamento della disciplina contrattuale (per F. GALGANO, L. D'ANTONIO, *Diritto ed economia*, 1986, p. 198: «la produzione in serie su scala planetaria esige una contrattazione altrettanto in serie»; per l'adeguamento della disciplina contrattuale alle esigenze del contesto in cui opera si veda P. PERLINGIERI, *Nuovi profili del contratto*, in *Rass. dir. civ.*, 2000, p. 436, il quale definisce detto tipo contrattuale «per adesione», proprio perché lasciano all'aderente la libertà di contrattare o meno senza partecipare alle trattative, secondo il principio del *take-it-or-leave-it.*). Per una disamina della contrattazione *standard* si veda V. ROPPO, *Contratti standard. Autonomia e controlli delle attività negoziali d'impresa*, Milano, 1975. Per una disamina del rapporto tra contrattazione standardizzata e *bias* cognitivi (su cui si ritornerà parlando del consumatore irrazionale) si veda A. DAVOLA, *Bias cognitivi e contrattazione standardizzata: quali tutele per i consumatori*, in *Contr. impr.*, 2017, p. 638 ss.; tuttavia, autori come A. NICOLUSSI, *I consumatori negli anni settanta del diritto privato. una retrospettiva problematica*, in *Europa dir. priv.*, 2007, p. 901 ss., hanno fatto notare che l'uscita del diritto privato dall'eguaglianza formale delle parti è stata problematica proprio perché il fenomeno consumeristico è stato definito “di massa” e quindi più legato alla spersonalizzazione e oggettivizzazione che non alla differenza. La dottrina, infatti, ha considerato «falsificanti quelle analisi che pongono sullo stesso piano tutti i consumatori, o elevano l'interesse collettivo dei consumatori ad oggetto precipuo della loro tutela. I consumatori in quanto tali non possono costituire una categoria uniforme ed omogenea, e tanto meno “una classe”» (così G. ALPA, *Tutela del consumatore e controlli sull'impresa*, Bologna, 1977, p. 23). M. BARELA, *La consapevolezza del consumatore nella costruzione giuridica del mercato (rileggendo la pagina di Tullio Ascarelli)*, in *Riv. dir. ind.*, 2019, p. 179, sostiene che la massificazione degli scambi e, di conseguenza, la spersonalizzazione dell'antica figura del cliente del commerciante, sia figlia dell'economia capitalista sostenitrice di relazioni anonime, impersonali, funzionali, lontane dalla concretezza e dalla singolarità di ciascuna esperienza. Ciò dà vita ad uno scambio automatico, pivo di negoziazione (N. IRTI, *Scambi senza accordo*, in *Riv. trim.*, 1998, p. 347 ss.). Sul tema, J.M. MIQUEL GONZÁLEZ, *Reflexiones sobre condiciones generales*, in *Estudios jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, Madrid, 1996. STS de 8 de septiembre de 2014 (núm. 464/2014) nel quale, in adeguamento al diritto contrattuale europeo, si afferma: «De la profundidad del cambio operado y de su íntima conexión con el desenvolvimiento mismo de las directrices de orden público como principios jurídicos generales que informan en desarrollo de nuestro Derecho contractual, de forma que en el ámbito de las condiciones generales tienen a superar la concepción meramente formal de los valores de libertad e igualdad, referidos únicamente a la estructura negocial del contrato y, por extensión, al literalismo interpretativo (*pacta sunt servanda*), en aras a una aplicación material de los principios de buena fe y comutatividad en el curso de validez, control y eficacia resultante del fenómeno de las condiciones generales de la contratación».

²²⁸ L. Díez-PICAZO, *Derecho y masificación social. Tecnología y Derecho Privado*, 2.^a ed., Madrid, 1987, p. 42.

²²⁹ Così V. ROPPO, *Parte generale del contratto, contratti del consumatore e contratti asimmetrici (con postilla sul «terzo contratto»)*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, p. 683, il quale parla di «contratti in cui si fronteggiano due soggetti di mercato caratterizzati da un'asimmetria di potere contrattuale, che per il fatto di derivare precisamente dalle rispettive «fisiologiche» posizioni di mercato, si presenta come asimmetria di tipo, per l'appunto, fisiologico e non

il consumatore è debole perché non sa. Se non sa, non può scegliere liberamente. Se non sceglie liberamente l'allocazione delle risorse avviene in modo inefficiente, si altera il meccanismo di selezione degli operatori di mercato e viene compromesso il principio di concorrenza su cui si fonda il neoliberalismo²³⁰.

Peculiare è la gestione della tutela nel settore bancario-finanziario perché peculiari sono le “merci” di scambio (per qualità e sicurezza), ovvero i prodotti finanziari, gli strumenti contrattuali in uso e gli operatori finanziari.

Complessa diviene la qualificazione dell'utente di tale mercato. Se, infatti, per logica, il risparmiatore sembrava essere lontano anni luce dalla categoria consumeristica, in quanto egli punta a conservare il proprio denaro in vista di un futuro utilizzo, a fronte del consumatore che compie l'atto di consumo²³¹, cioè scambia il proprio capitale con merce che gli consente di soddisfare nell'immediato un bisogno (interessato al valore d'uso, appunto), al punto da definire paradossale²³² l'assimilazione dei due termini

patologico». Per asimmetria patologica l'Autore intende quella che non dipende dall'oggettivo funzionamento del mercato, bensì «da fattori anomali e devianti rispetto alla normale dinamica delle relazioni sociali, e incide in modi individualizzati e non standardizzati nella sfera del contraente» (V. ROPPO, *Prospettive del diritto contrattuale europeo. Dal contratto del consumatore al contratto asimmetrico?*, in *Corr. giur.*, 2009, p. 280).

²³⁰ A. M. BENEDETTI, voce *Contratto asimmetrico*, in *Enc. dir.*, Annali V, Milano, 2012, p. 374 s.

²³¹ Nonostante la nozione di consumo non sia così limpida, come sostenuto da P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-europeo delle fonti*, IV, *Attività e responsabilità*, Napoli, 2020, p. 237, il quale ritiene che “bene di consumo” sia quello acquisito per un uso diretto ma non quello per la vendita o inserito in un processo produttivo. L'atto di consumo, invece, secondo l'Illustre Autore, è individuato dall'attività in quanto un bene si può acquistare anche senza utilizzo, senza consumo, laddove lo stesso non è diretto strumento di realizzo dell'interesse dell'utente. Sempre L. MEZZASOMA, *op. ult. cit.*, p. 15, l'atto di consumo individua i rapporti tra un soggetto qualificato come consumatore ed uno qualificato come professionista. Per approfondimenti sulla definizione v. E. CAPOBIANCO, *Art.1*, in E. CAPOBIANCO, L. MEZZASOMA, G. PERLINGIERI (a cura di), *Codice del consumo annotato con la dottrina e la giurisprudenza*, 2019, p. 3 ss.

²³² Così C. PAGLIARIN, *op. cit.*, p. 43. S. ORTINO, *Banca d'Italia e Costituzione*, cit., p. 123 s., nel definire l'oggetto del risparmio, infatti, precisava che: «l'azione di incoraggiamento e di tutela che la Repubblica deve intraprendere è a favore di qualunque sottrazione al consumo che un privato individuo (persona fisica od associazione lecita non riconosciuta) compie liberamente e in forma monetaria del suo reddito per la soddisfazione di bisogni futuri». F. GRECO, *L'onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all'information overload(ing)*, in *Resp. civ. prev.*, 2017, p. 401, definisce, invece, il risparmiatore un «consumatore anomalo», perché fruitore di un bene particolare, «susceptibile di compiuto apprezzamento solo ed esclusivamente mediante la sua puntuale descrizione informativa, e l'implementazione fattuale di quell'onere informativo, cristallizzato normativamente e posto a fondamento di un'operazione, per certi versi ardita, di riequilibrio dei rapporti contrattuali, fisiologicamente asimmetrici». Che i due beni, di consumo e di risparmio, siano effettivamente diversi lo evidenzia anche R. NATOLI, *La protezione del cliente finanziariamente analfabeta tra irrazionalità del mercato e paternalismo liberale*, in AA. VV., *La tutela dei soggetti deboli tra diritto internazionale, dell'Unione Europea e diritto interno*, Roma, 2012, p. 166 s., per il quale le utilità attese dai due beni sono diverse. Se il bene di consumo può essere definito «di primo grado» perché l'acquirente ne trae beneficio immediato ed è generalmente in grado di apprezzarne l'utilità attesa e i benefici che ne può trarre, il bene di risparmio è di secondo grado, in quanto il beneficio che se ne trae è indiretto perché mira a conservare il potere di acquisto (strumento finanziario) oppure a godere in anticipo di certi beni (credito al consumo ecc.). In via speculativa, la nozione tradizionale di risparmiatore potrebbe essere equiparata a quella di consumatore se si guarda, da un lato, alla posizione di debolezza in cui esso versa rispetto alle controparti contrattuali (con conseguente esigenza di una sua tutela come “contraente debole”) e dall'altro al ruolo emblematico che assume ai fini del più generale interesse al buon funzionamento del mercato» (R. RORDORF, *Un iter tortuoso per equilibrare posizioni contrattuali asimmetriche*, in *Questione giustizia*, 2011, p. 60 s.). Sul tema G. ALPA, *La c.d. giuridificazione delle logiche dell'economia di mercato*, in *Riv. trim. dir. proc.*

perché intrinsecamente contraddittori, l'investitore potrebbe presentare con lo stesso più punti di contatto²³³ se letto come consumatore, appunto, di prodotti finanziari. Non si può, tuttavia, fare confusione: il consumatore può essere un cliente al dettaglio, così come può essere un investitore, ma non tutti i clienti al dettaglio o gli investitori sono consumatori²³⁴.

In verità, la riconduzione dell'investitore in una categoria specifica è abbastanza ondivaga e risente, soprattutto, dell'evoluzione delle teorie sul contratto. La Real Academia Spagnola (RAE) lo definisce

civ., 1999, p. 725, il quale osserva che: «la variegata terminologia che compare, ed ora comincia a serpeggiare anche nei testi normativi italiani, non deve stupire più di tanto. Per ragioni culturali, terminologiche e strettamente normative, nella maggior parte dei paesi europei non si fa distinzione tra consumatore (di beni di consumo) utente (di servizi pubblici e privati) e risparmiatore (investitore non istituzionale)». D'altronde lo stesso A. GENTILI, *Introduzione*, in A. CATRICALÀ, M. P. PIGNALOSA (a cura di), *Saggi di diritto dei consumi*, Torino, 2020, p. 3, sostiene che per il consumatore valga quanto detto da Sant'Agostino sul tempo: «se non ci riflettiamo sappiamo chi è, se ci riflettiamo non lo sappiamo più».

²³³ A. IANNARELLI, *op. cit.*, p. 68 ss., rileva come nell'esperienza anglosassone il termine consumatore sia utilizzato in via generale anche per il fruitore di servizi finanziari (si veda il *Financial Service Act* del 2012). Tutt'ora il regolamento 1095/2010/UE fa riferimento al consumatore di servizi finanziari ma anche al consumatore ed altri utenti al dettaglio, all'investitore e consumatore o a prodotti e servizi finanziari destinati ai consumatori. *Contra* G. GUIZZI, *Rapporti societari, mercato finanziario e tutela collettiva. Un esercizio interpretativo sull'ambito di operatività dell'azione risarcitoria collettiva ex art. 140-bis d. legisl. n. 206/2005*, in AA.VV., *Studi per Franco di Sabato*, Napoli 2009, p. 371, il quale sostiene che il consumatore non possa essere sovrapposto al «cliente retail di prodotti di investimento» in quanto il primo è «colui che esaurisce la ricchezza di cui dispone, allo scopo di soddisfare i propri bisogni personali o familiari, l'investitore retail s'identifica con chi accantona ricchezza, sottraendola nell'immediato al consumo per impiegarla produttivamente in funzione del conseguimento di un reddito». Dello stesso avviso, anche se con una giustificazione diversa E. VALPUESTA GASTAMINZA, *El cambio de paradigma en la protección del "cliente de productos financieros" [reglamento (UE) PRIIPS y OM 2316/2015]: sujeto protegido y técnica de protección*, in *Revista de derecho bancario y bursátil*, 2019, p. 9 che sostiene che, nonostante l'evidente parallelismo tra il concetto di consumatore e quello di «cliente minorista», dovuta anche al fatto che «la doctrina justifica la especial protección de aquél con argumentos similares a los que basan la protección del consumidor (posición de debilidad estructural, y asimetría de información)», «no existe ninguna vinculación entre ambos conceptos: si bien una persona que actúe como consumidor será considerado "cliente minorista", no todo cliente minorista cumplirá los requisitos de actuar como consumidor. En particular, todas las empresas personas jurídicas con ánimo de lucro que contraten instrumentos financieros no son consumidores, y sin embargo se les tratará como cliente minorista. El concepto de cliente minorista (el que no es cliente profesional ni contraparte elegible) se basa en aspectos totalmente distintos a los que cualifican al consumidor (actuación en un ámbito ajeno a la actuación profesional o empresarial). Por otro lado, toda esta normativa de protección del cliente minorista se dicta para lograr un "mercado financiero único" (art. 114 TFUE), sin ninguna vinculación con las políticas de protección del interés de los consumidores (que sí justifica la normativa comunitaria, y española, que se engloba como consumerista)».

²³⁴ Ad esempio, la «clientela (o clienti) al dettaglio» viene intesa nel t.u.b. (artt. 120 quinquies, lett. b, e 121 t.u.b.) come «i consumatori; le persone fisiche che svolgono attività professionale o artigianale; gli enti senza finalità di lucro e le micro-imprese», prevedendo il consumatore come una categoria tra tante. «ciò pone un delicato problema di relazione tra ordinamenti specifici, che determina l'esigenza di individuare i formanti che plasmano i settori che vengono in contatto per comprendere la funzione e le potenzialità espansive delle rispettive discipline» (M. RABITTI, *La qualità di "consumatore-cliente" nella giurisprudenza e nelle decisioni dell'arbitro bancario finanziario*, cit., p. 201 ss.), così che, in ambito bancario (ma non solo), è possibile individuare «un duplice livello di tutela [...] uno – di carattere generale – riferibile a tutta la potenziale clientela della banca e, quindi, anche ai soggetti di pari forza contrattuale rispetto a questa, incentrato principalmente sugli aspetti dell'informazione e della trasparenza e un altro – di carattere speciale – riguardante i clienti consumatori o i clienti professionisti deboli, informato al contrario prioritariamente all'equilibrio dell'assetto di interessi. La contrattazione della banca con i consumatori consente, infatti, di applicare – in combinato disposto – sia la disciplina bancaria in senso stretto che quella speciale a tutela del consumatore contenuta nel codice del consumo, implementando in modo considerevole la protezione del «cliente consumatore» del servizio bancario o finanziario» (E. CAPOBIANCO, *Profili generali della contrattazione bancaria*, in ID., *I contratti bancari*, Milano, 2016, p. 37).

come «*quien emplea, gasta o coloca un caudal*»²³⁵, ponendolo in una categoria economica prima ancora che giuridica. Dal punto di vista del diritto, invece, questo viene qualificato come soggetto che accede ai servizi ed alle attività di investimento ex art. 140 Real Decreto Legislativo 4/2015 del 23 ottobre. Di contro, il reg. intermediari della Consob, all'art. 35, lett. c, utilizza in termini generali il concetto di «cliente» quale «persona fisica o giuridica alla quale vengono prestati servizi di investimento o accessori» suddividendo la categoria in: «operatori non qualificati», noti come «clienti al dettaglio» – la c.d. clientela *retail* –, «controparti qualificate» e «clienti professionali», graduando la tutela a seconda della veste che questi assume nel rapporto giuridico concreto²³⁶.

La debolezza fisiologica contrattuale di questo soggetto che usufruisce dei servizi del mercato generando asimmetria e squilibrio negoziale, si manifesta ancor più nei servizi finanziari e bancari dove la condizione di soggezione di cui questi è vittima viene definita “strutturale” e “congenita” proprio perché affonda le sue radici nel substrato economico del contratto. L'investitore, infatti, è «privo di conoscenze specifiche, e delle capacità tecnico-organizzative che consentono il controllo della prestazione caratteristica a lui destinata»²³⁷. Allo stesso tempo deve confrontarsi con il mercato dei valori mobiliari, «*el reino del azar en el que penetramos con los ojos vendados*»²³⁸.

Per tale motivo, superata la fase in cui anche nel mercato finanziario si puntava alla standardizzazione dei contratti, l'ordinamento europeo e nazionale ha iniziato a ricondurre l'investitore-risparmiatore in

²³⁵ La sua unica funzione è investire: C. ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, *La normativa de protección al consumidor como vía de tutela del cliente inversor*, in *Práctica de Derecho de Daños*, 2015, p. 3 ss. A. SERRA RODRÍGUEZ, *La protección del consumidor de productos financieros: el consentimiento informado*, in B. BELANDO GARÍN E B. ANDRÉS SEGOVIA (a cura di) *La supervisión del mercado de valores: la perspectiva del inversor-consumidor*, Navarra, 2017, p. 155; F. ZUNZUNEGUI PASTOR, *Hacia un estatuto del inversor*, in *Anuario europeo de derecho del comercio*, 2005-2006, pp. 21-22.

²³⁶ Sulla graduazione della tutela si rinvia a R. RESTUCCIA, *La figura dell'investitore e la graduazione della tutela*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2013, p. 215 ss.

²³⁷ V. ROPPO, *Diritto dei contratti e regolazione del mercato: dalla protezione del consumatore alla protezione del cliente?*, in *Il contratto del duemila*, Torino, 2020, p. 132. In Spagna, F. BLANCO, *Asimetrías en la comunicación con los inversores, Mercados financieros. Nuevas experiencias*, in *Revista Colegio de Economistas*, 2004, pp. 28-39 e D. JIMÉNEZ-BLANCO, *La confianza de los inversores: elementos determinantes, Mercados financieros. Nuevas experiencias*, in *Revista Colegio de Economistas*, 2004, pp. 18-28, la quale fa riferimento, in particolare, al carattere di *outsider* del piccolo azionista esterno, “*simple proveedor de capital*”, innanzi ad altri soggetti come altri tipi di azionisti considerati come *insiders*. In giurisprudenza, STS n. 840/2013, per la quale la consueta sproporzione esistente tra il soggetto che commercializza servizi finanziari e i suoi clienti, derivante dall'asimmetria informativa sui prodotti finanziari complessi, è ciò che ha determinato la necessità di una specifica regolamentazione a tutela dell'investitore inesperto, che trova il suo fondamento ultimo nel principio di buona fede negoziale, a cui questa Sezione aveva già fatto riferimento in STS n. 244/2013, sempre della Plenaria, del 18 aprile 2013, ricorso n. 1799/2011, in cui - pur pronunciandosi in una causa avente ad oggetto un contratto di gestione di portafogli di investimento discrezionale - è stata analizzata la portata degli obblighi del professionista nei confronti dell'investitore e, nello specifico, l'elevato standard di informazione richiesto alla società che presta il servizio di investimento.

C. BORTI, *Il «cliente» di servizi bancari e finanziari e le sue declinazioni*, in *Teoria e prassi del diritto*, 2023, p. 253: «è indubbio, infatti, che ‘chiunque’ è “un po’ meno esperto” della banca o dell'istituto finanziario in tema di prestazioni di servizi bancari o di prodotti finanziari».

²³⁸ A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *La articulación conceptual del Derecho del Mercado de Valores: mitos y teorías*, in *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, cit., p. 166.

una categoria ancor più ampia rispetto a quella del consumatore, introducendo la nozione di cliente²³⁹, quale soggetto “contraente debole” destinatario dell’intervento protettivo, perché caratterizzato da debolezze ancora più marcate rispetto a quelle del consumatore generico. In questo passaggio si coglie l’introduzione della teoria del contratto asimmetrico «atta ad evitare gli inconvenienti legati alla frammentazione del sistema contrattuale, con un significativo recupero della sua complessiva unitarietà»²⁴⁰, orientata alla valorizzazione dell’asimmetria informativa²⁴¹. Il contesto, quindi, conferma

²³⁹ Secondo L. ROSSI CARLEO, *Consumatore, consumatore medio, investitore e cliente: frazionamento e sintesi nella disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, in *Europa dir. priv.*, 2010, p. 685 ss., il cliente è parte integrante di una nozione ampia di consumatore che diviene minimo comune denominatore di tutti i sub-settori tra cui quello bancario e finanziario (ciò si evincerebbe, secondo l’Autrice, anche dall’equiparazione tra consumatore e risparmiatore che si ritrova nel Libro verde della Commissione, intitolato «Come soddisfare le aspettative dei consumatori» (Libro verde 22-5-1996 [COM (96) 209]). La tesi sostenuta dalla Autrice parte dall’idea del consumatore frammentato, cioè frazionato e destrutturato in una pluralità di figure che ne offuscano l’identità. Detta nozione si specifica e, contemporaneamente, si dilata nella figura ora dell’assicurato, ora del cliente, ora dell’investitore, a causa delle numerose discipline speciali che spezzano l’ordinamento in tanti microsistemi ordinamentali, improntati a logiche di settore [così anche G. MEO, *Consumatori, mercato finanziario e impresa: pratiche scorrette e ordine di mercato*, intervento al Convegno «La riforma del codice del consumo: la tutela del consumatore cliente nei servizi bancari e finanziari», Roma, 19 marzo 2010, il quale tuttavia differenzia la figura del «consumatore ritagliata in negativo dal codice del consumo» e quella del «cliente destinatario di prestazione di servizi e attività di investimento (...) descritto invece (...) in positivo (...) come la persona non solo fisica ma anche giuridica cui vengono prestati servizi di investimento o accessori (lettera c dell’art. 26, comma 1, Regolamento Intermediari)»]. In verità l’Autrice nega la sovrapposizione anche tra consumatore (in senso ampio) e contraente debole. Ciò in quanto si estenderebbero eccessivamente i contorni della figura, rendendoli troppo sfocati e, allo stesso tempo, si contrarrebbero perché «il consumatore viene ad identificarsi con il contraente che non contratta e, in quanto tale, perde il suo ruolo di soggetto attivo del mercato con riferimento al ben più ampio procedimento dell’atto di consumo». Sulla stessa linea H. W. MICKILITZ, *Il consumatore: mercatizzato, frammentato, costituzionalizzato*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2016, p. 859 ss., spiega il fenomeno della frammentazione del consumatore come conseguenza della mercatizzazione. La dicitura cliente o investitore è dovuta all’adattamento del linguaggio alla *ratio* dei differenti mercati di riferimento. Anche S. PAGLIANTINI, *Il consumatore “frastagliato” (Istantanee sull’asimmetria contrattuale tra vicende circolatorie e garanzie)*, cit., p. 33, definisce il consumatore come «un termine editale che funziona da *criterio selettivo* di una disciplina premiale applicabile», che lascia nel mistero il significato che il lemma assume nel discorso del legislatore nazionale e della Corte di Giustizia. Per una innovativa tesi, volta al superamento del concetto di consumatore in favore di quello più ampio di contraente debole si veda E. LLAMAS POMBO, *De la noción consumidor a la tutela del contratante débil*, in *Práctica derecho daños: Revista de Responsabilidad Civil y Seguros*, 2022, p. 1 ss.

²⁴⁰ E. QUADRI, *Trasparenza nei servizi bancari e tutela del consumatore*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2011, p. 93.

²⁴¹ Il contratto asimmetrico è delineato da V. Roppo in tutti gli scritti citati nelle note di questo paragrafo, ed anche in V. ROPPO, *Ancora sul contratto asimmetrico e terzo contratto. Le coordinate del dibattito con qualche elemento di novità*, in G. ALPA, V. ROPPO (a cura di), *La vocazione civile del giurista. Saggi dedicati a Stefano Rodotà*, Roma-Bari, 2013, p. 178 ss.. L’Autore lo propone come nuovo paradigma contrattuale, in grado di abbracciare tutte le forme di debolezza: quella dei contratti del consumatore, quella dei contratti dell’imprenditore debole e quella dei contratti con il cliente [sulla debolezza come categoria del contratto e sulle tre forme di debolezza descritte si veda il già citato A. M. BENEDETTI, voce *Contratto asimmetrico*, in *Enc. dir.*, Annali V, Milano, 2012, p. 374 s. In merito a tale categoria nella fase precedente alla nascita del contratto del consumatore si veda, invece, P. BARCELLONA (a cura di), *Condizioni generali di contratto e tutela del contraente debole. Atti della Tavola rotonda tenuta presso l’Istituto di diritto privato dell’Università di Catania 17-18 maggio 1969*, Milano, 1970]. La teoria opposta, invece, introduce la nozione di «terzo contratto» e abbraccia un’ottica pluralista, per la quale ogni forma di debolezza ha il suo paradigma contrattuale. Il terzo contratto è una figura distinta dal contratto in genere così come dal contratto del consumatore e «coincide sostanzialmente con l’area dei rapporti contrattuali B2B fra imprese con differente grado di forza di mercato. Punto centrale di questa posizione è l’idea che la protezione della parte debole nei rapporti B2B implichi presupposti, obiettivi e tecniche di regolazione non

la preferenza per la più ampia categoria del cliente, più neutra, «generale» e non generica, non ancorata alle condizioni soggettive del singolo investitore perché a «geometria variabile»²⁴². Oggetto di tutela diviene «il rapporto tra un'impresa erogatrice di servizi e la generalità dei suoi clienti, indipendentemente dalla connotazione soggettiva che questi ultimi presentino»²⁴³, nel senso che, in alcuni settori del mercato (bancario e finanziario per primi), la tutela dei contraenti non è dettata più dalla loro qualifica di consumatore ai sensi dell'art. 3 c. cons. bensì dal fatto di collocarsi sul lato della domanda di certi beni e servizi (*from consumer protection to costumer protection*)²⁴⁴ come, appunto, contraenti deboli, annoverando sotto tale definizione non solo e non più «le persone fisiche che contrattano per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale

assimilabili a quelli che valgono per la protezione dei consumatori verso i professionisti» (così G. GITTI, G. VILLA, *Il terzo contratto*, Bologna, 2008). La definizione si attribuisce a R. PARDOLESI, *Prefazione*, in G. COLANGELO, *L'abuso di dipendenza economica tra disciplina della concorrenza e diritto dei contratti. Un'analisi economica e comparata*, Torino, 2004, p. XIII. Per approfondire si veda anche E. PIRO, *Tutela del consumatore e terzo contratto*, Roma, 2013; F. ROSARIO, *Il terzo contratto: da ipotesi di studio a formula problematica. Profili ermeneutici e prospettive assiologici*, Padova, 2010; E. MINERVINI, *Il terzo contratto*, in *Contr.*, 2009, p. 493 ss.; E. RUSSO, *Imprenditore debole, imprenditore-persona, abuso di dipendenza economica e «terzo contratto»*, in *Contr. impr.*, 2009, p. 120 ss. e M. BUONOCORE, *Contrattazione d'impresa e nuove categorie contrattuali*, Milano, 2000, p. 184 ss. A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *La nueva legislación del Mercado de Valores (Fundamentos económicos y jurídicos para la regulación de la materia)*, Pamplona, 1995, p. 112, parla di «cadena de desequilibrios informativos».

²⁴² M. RABITTI, *La qualità di "consumatore-cliente" nella giurisprudenza e nelle decisioni dell'arbitro bancario finanziario*, in *Contr. impr.*, 2014, p. 201 ss. D'altronde, tutt'ora non esiste, a livello normativo, una definizione unica e compiuta di ciò che il cliente, in generale, e il cliente della banca o dell'istituto finanziario, in particolare, siano (G. LEMME, *Attualità della nozione di "cliente della banca"*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, p. 267 ss.). La qualificazione la si rinviene, ad esempio, nel provvedimento della Banca d'Italia «Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti», come modificato da ultimo nel 2019 a séguito dell'attuazione della direttiva 2014/92/UE (*Payment Account Directive*, c.d. PAD), che, alla sezione I, § 3, descrive il «cliente» come «il soggetto che ha o ha avuto un rapporto contrattuale o è entrato in relazione con un intermediario per la prestazione di servizi bancari e finanziari, ivi compresi i servizi di pagamento».

²⁴³ V. ROPPO, *L'utenza dei servizi di pagamento: consumatori? Professionisti? Clienti?*, in *Armonizzazione europea dei servizi di pagamento e attuazione della direttiva 2007/64/CE*, Milano, 2009, p. 290, per il quale, nei rapporti bancari-finanziari, al fine di proteggere l'integrità del mercato, la tutela si rivolga al cliente e, solo in alcuni momenti specifici al consumatore inteso in senso tradizionale (capo I credito ai consumatori e capo I bis del titolo V t.u.b. sul credito al consumo immobiliare introdotto dal d.lg. 72/2016), ampliando il raggio di applicazione delle norme consumeristiche «all'insieme delle condotte rilevanti che coinvolgono i soggetti che operano su tale mercato» è sostenuto anche da A. CANDIAN, *Tutela del consumatore nei rapporti bancari*, in E. LLAMAS POMBO, L. MEZZASOMA, U. RANA, F. RIZZO (a cura di), *La tutela del consumatore nella moderna realtà bancaria*, 2020, p. 35 ss.

²⁴⁴ Per il passaggio dalla tutela del consumatore alla tutela del cliente si veda sempre E. QUADRI, *Trasparenza nei servizi bancari e tutela del consumatore*, cit., p. 90 ss., il quale, in ambito bancario, fa l'esempio dell'art. 128 bis, introdotto dalla l. 28.12.2005, n. 262 (Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari), che si riferiva alle «controversie con i consumatori» e che solo dopo un anno, col d.lg. 29.12.2006, n. 303 (Coordinamento con la legge 28.12.2005, n. 262, del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (t.u.b.) e del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (t.u.f.)), è stato esteso anche alle «controversie con la clientela». V. ROPPO, *Prospettive del diritto contrattuale europeo. Dal contratto del consumatore al contratto asimmetrico?*, cit., p. 267 ss. per il quale «policy della regolazione è, in generale, la protezione della parte più debole all'interno di rapporti che si presentano come "asimmetrici" perché le parti si trovano in posizioni di mercato differenti, che - per qualcuna delle ragioni considerate sopra - attribuiscono all'una e all'altra differenti gradi di forza contrattuale».

eventualmente svolta», ma anche categorie come, ad esempio, gli artigiani, le imprese familiari, i professionisti intellettuali e, perché no, alcune persone giuridiche. Tutte accomunate dalla presunzione di «uno squilibrio a carico di determinate parti in determinate negoziazioni»²⁴⁵.

Detta concezione dell'investitore, come parte del più ampio *genus* del cliente e del contraente debole, guarda all'intervento legislativo come regolamentazione del mercato concorrenziale; per questo c'è chi ha dubitato della necessità di diversificare i destinatari delle regole²⁴⁶, non prevedendo l'esigenza di tutela del diritto al risparmio di cui all'art. 47, comma 1, cost. una differenziazione tra chi pone in essere un atto di consumo o di chi lo pone agendo nell'ambito professionale.

Se, dunque, l'efficienza del mercato passa dalla libera concorrenza e se la concorrenza per essere tale necessita di una scelta libera e consapevole dell'investitore (quale soggetto generico fruitore dei contratti di investimento), l'unico rimedio per prevenire ed eliminare l'asimmetria contrattuale parrebbe essere l'informazione. D'altronde, come è stato correttamente affermato, se si vuole che la tutela del contraente debole operi in tal modo congiunto a quella del mercato, il primo passo è creare una normativa che «mediante l'introduzione di regole di trasparenza riduca le asimmetrie informative ad essa connaturali e riequilibri le posizioni degli interessati, ma che al tempo stesso tuteli anche il corretto funzionamento delle regole concorrenziali»²⁴⁷.

3. Il modello dell'*homo oeconomicus*, quale soggetto razionale e l'importanza dell'informazione

Indipendentemente dalla categoria in cui si cerchi di incanalare l'utente del mercato bancario e finanziario (che sia un consumatore, un risparmiatore, un cliente o semplicemente un "generico" contraente debole), il modello di agente che l'economia neoclassica sottende è solo uno: l'*homo oeconomicus*. Questi è un utente razionale che, posto in situazione di perfetta conoscenza delle condizioni di scambio, è in grado di fare una scelta razionale e, per lui, ottimale (c.d. REMM «*resourceful, evaluating, maximizing man*»). Una figura, quella del soggetto consapevole²⁴⁸, che,

²⁴⁵ P. PERLINGIERI, *La tutela del "contraente debole" nelle negoziazioni immobiliari. Traccia di un possibile convegno*, in *Rass. dir. civ.*, 2001, p. 746 ss., sostiene che la categoria del "contraente debole" non abbia una vera e propria valenza normativa, bensì sia sintesi descrittiva dei diversi destinatari di differenti statuti che hanno quale comune denominatore, appunto, la asimmetria negoziale a loro sfavore. Il pensiero era stato eviscerato anche da V. RIZZO, *Condizioni generali del contratto e predisposizione normativa*, Napoli, 1983, p. 103, il quale sostiene che sotto la formula "contraente debole" si facciano ricadere «realità e situazioni indubbiamente diverse per cui risulta ambiguo e pericoloso fare riferimento alla stessa, nell'eventualità che la si voglia adottare senza indurre opportuni chiarimenti o precisazioni».

²⁴⁶ Il riferimento è a S. PAGLIANTINI, *Il nuovo regime della trasparenza nella direttiva sui servizi di pagamento*, in *I contratti*, 2009, p. 1168 ss.

²⁴⁷ C. BOITI, *Il «cliente» di servizi bancari e finanziari e le sue declinazioni*, cit., p. 266, alla quale si rinvia anche per una attenta ricostruzione pensata del concetto stesso di "cliente".

²⁴⁸ Una figura che si contrappone al precedente risparmiatore inconsapevole, tutelato in via indiretta dalla protezione della stabilità dell'intermediario finanziario. T. PADOA-SCHIOPPA, ex ministro dell'economia, in un

nonostante abbia ben presto manifestato i suoi limiti – come si vedrà in seguito – è stata²⁴⁹ ed è tutt’ora²⁵⁰ paradigma (sebbene solo normativo)²⁵¹ consolidato ed imprescindibile di comportamento non solo economico ma, soprattutto, giuridico.

In un mercato concorrenziale, con plurimi operatori, si presume che l’utente abbia la possibilità di scegliere tra più alternative. Tale scelta, a livello di sistema, indica la presenza di più offerte intercambiabili; a livello del singolo rapporto negoziale, presuppone la mancanza di raggiri e/o costrizioni nell’acquisto²⁵². Entrambi questi aspetti sono essenziali in termini di efficienza allocativa, come situazione del sistema economico in cui non vi sia spreco di risorse, raggiungibile nell’ipotesi in

suo intervento (*La riforma delle autorità indipendenti*, in *astrid-online.it*, 19 febbraio 2007). ha espresso bene la differenza tra i due modelli, riflesso delle due concezioni di tutela del risparmio: «Il concetto è questo: la difesa del risparmio si compie fondamentalmente in due modi; da un lato, con particolari salvaguardie della stabilità delle istituzioni finanziarie, quando il risparmio viene da esse direttamente investito; da un altro lato, con particolari garanzie che l’investitore-risparmiatore sia pienamente informato sulle caratteristiche e i rischi dei prodotti in cui investe il proprio risparmio. A queste due modalità corrispondono spesso due tipologie di risparmiatori; si parla di “risparmiatore inconsapevole” e di “risparmiatore consapevole”. Quando il grigiore del linguaggio politicamente corretto non aveva ancora preso il sopravvento, si parlava di “vedove e orfani” per la tutela del risparmio inconsapevole e di investitori professionali per quello “consapevole”, persone che avevano solamente bisogno di essere informate adeguatamente sul loro investimento e poi decidevano quali rischi assumere. Stabilità e trasparenza sono diventate le due parole che esprimono le due maniere complementari di tutelare il risparmio».

²⁴⁹ Sostiene A. ZOPPINI, *Autonomia contrattuale, regolazione del mercato, diritto della concorrenza*, in G. OLIVIERI E A. ZOPPINI (a cura di), *Contratto e Antitrust*, Roma-Bari, 2008, p. 3 ss., che detto modello fosse già rinvenibile nel codice civile italiano del 1942, e ancor prima, nel suo archetipo, il *code civile* napoleonico quale «elemento costitutivo l’unità del soggetto di diritto, pensato e poi disciplinato quale attore razionale che opera in un mercato perfettamente concorrenziale». Lo stesso F.C. VON SAVIGNY, *Sistema del diritto romano attuale*, III, § 106, Torino, 1900, p. 23, sosteneva che il libero consenso contrattuale alla base dello scambio stesse per «uso pienamente libero della ragione».

²⁵⁰ Si pensi, ad esempio, all’indicazione proposta nella disciplina delle pratiche commerciali scorrette che fa riferimento al consumatore «medio», che sottende il comportamento di un consumatore normalmente informato che agisce in modo ragionevolmente avvertito e attento (cfr. il Considerando 18 della Dir. 2005/29/CE; e gli artt. 5, comma 2, lett. b); 6, 7 e 8, della stessa direttiva, trasfusi negli artt. 18, lett. e); 20, commi 2 e 3; 21, commi 1 e 2; 22, commi 1 e 2; 24, comma 1, c. cons.). Per una critica alla figura del consumatore medio si veda S. PAGLIANTINI, *Il consumatore “frastagliato” (Istantanee sull’asimmetria contrattuale tra vicende circolatorie e garanzie)*, Pisa, 2021, p. 161 ss.

²⁵¹ Ovvero che indica «cosa dovrebbe essere, non cosa di fatto è». Sono teorie che partono da alcune premesse da cui deducono certi presupposti e che, formando un modello del reale, formano un modello al reale: «affermando infatti che così è, implicano che così deve essere. Quantomeno nel senso che esse trasformano un fatto - il modo di funzionare del mercato – in un valore - l’efficienza» (il pensiero è di A. GENTILI, *Il ruolo della razionalità cognitiva nelle invalidità negoziali*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, p. 1105, e in AA. VV., *Oltre il soggetto razionale. 1 fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, 2014, p. 88, nota 39). Anche A. ZOPPINI, *Le domande che ci propone l’economia comportamentale ovvero il crepuscolo del «buon padre di famiglia»*, in G. ROJAS ELGUETA e N. VARDI (coord.), *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, 2018, p. 14, sostiene che quando l’assunto dell’agente razionale viene trasposto sul piano normativo e diviene presupposto delle fattispecie di diritto privato, allora si trasforma in una prescrizione: impone un dover essere, una regola che prima è di azione e poi di relazione. Per S. ZAMAGNI, *La lezione e il monito di una crisi annunciata*, cit. p. 294, l’*homo oeconomicus* è «un assunto [...] e non una proposizione dimostrata», collegato all’idea dell’autoregolamentazione dei mercati finanziari dall’*ethos* dell’efficienza, vero e proprio principio regolativo della società post-moderna.

²⁵² Lo precisa M. LIBERTINI, *La tutela della libertà di scelta del consumatore e i prodotti finanziari*, cit. p. 4 s., il quale aggiunge una terza forma di tutela della libertà di scelta del consumatore, quella patrimoniale: misure che tendono a prevenire effetti distributivi iniqui o ingiustificatamente gravosi a danno del patrimonio dei consumatori con conseguente vantaggio delle imprese.

cui sia impossibile modificare l'allocazione delle risorse scarse in modo tale che qualcuno stia meglio, senza che nessuno stia peggio, secondo la teoria del c.d. ottimo paretiano.

L'*homo oeconomicus*, dunque, è costruito come un soggetto abile decifratore del mercato che, spinto da finalità puramente egoistiche e, dato un sistema coerente e stabile di preferenze, compie la scelta che gli consente nella situazione concreta di ottenere la massima soddisfazione possibile (ovviamente, per sé stesso), secondo quello che è stato definito un «agire parametrico». Questi ha capacità di scelta e la mette al servizio di un nuovo «imperativo categorico»: la massimizzazione del proprio benessere.

Il portato di tale modello è frutto di differenti correnti di pensiero neolibériste: dallo scambio che si aggiunge alla produzione come fonte di ricchezza, di cui parlava Smith, con il contratto utilizzato come strumento di sua promozione²⁵³, alle teorie soggettive utilitariste la cui unità di misura è, per l'appunto l'utilità marginale²⁵⁴, soggettivamente avvertita ma rivelata dal prezzo pagato, fino alla teoria delle preferenze rivelate di Samuelson, il quale assume di poter inferire le preferenze dell'individuo dal suo comportamento, senza fare alcuna ipotesi sulle motivazioni, gli interessi o le credenze che lo spingono ad agire in un modo piuttosto che in un altro (epurando il concetto di benessere da qualunque «incrostazione psicologica»).

Indipendentemente dall'orientamento seguito, quindi, l'*homo oeconomicus*, è raffigurato come un soggetto perfettamente in grado di analizzare e prevedere la situazione circostante, individuare le sue preferenze e massimizzare la sua soddisfazione. Cosa poi, si intenda per benessere²⁵⁵ e in cosa consista l'utilità perseguita non è rilevante. Ogni sua decisione, quindi, può e deve essere sottoposta ad una valutazione in termini di calcolo dei costi e dei benefici che ne possono derivare²⁵⁶ sulla presunzione che sia possibile effettuare una sensata (e magari monetaria) misurazione di ogni bene (vita umana

²⁵³ A. NICITA, E. SCOPPA, *Economia dei contratti*, Roma, 2005, *passim*, e questo perché in esso convergono diverse forme di intervento: misure organizzative, detipizzazione dei prodotti finanziari, correttezza comportamentale, che lo caratterizzano e lo rendono strumento per un efficiente funzionamento del mercato [così F. CAPRIGLIONE (a cura di), *I contratti dei risparmiatori. Introduzione*, Milano, 2013, p. 8 s.].

²⁵⁴ Utilità è un concetto dell'economia ottocentesca che può essere definito come la capacità di un bene di soddisfare un bisogno ed è alla base della teoria soggettivistica del valore elaborata dagli economisti neoclassici o marginalisti [L. WALRAS, *Elements d'économie politique pure ou théorie de la richesse sociale*, Lausanne, 1874-77; C. Menger, *Grundsätze der Volkswirtschaftslehre*, Wien, 1871 (trad. it. *Principi fondamentali di economia politica*, Bari, 1925) e W. S. JEVONS, *The Theory of Political Economy*, London, 1871 (trad. it. *Teoria dell'economia politica*, Torino, 1952)].

²⁵⁵ Domanda che si pone invece G. GRISI, *Gli obblighi informativi quali rimedio dei fallimenti cognitivi*, in AA. VV., *Oltre il soggetto razionale. 1 fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, 2014, p. 60, il quale si chiede cosa confluisca nel «parametro del benessere». «Quali scelte, insomma, sono da considerare irrazionali? Si risponde: quelle che non migliorano le condizioni di vita di chi le fa. E quelle che le migliorano nell'immediato e le peggiorano a più lungo termine? Sono anch'esse irrazionali? Una bella mangiata è irrazionale? Un buon sigaro al momento giusto è irrazionale? Una vacanza in una bella località esotica distrae dal risparmiare (dall'accantonare in vista della magra pensione) ed è perciò irrazionale? Se, poi, si punta più decisamente sulla dimensione sociale per dar consistenza al parametro di cui trattasi il problema permane e, forse, si ingigantisce, essendovi *in primis* da scongiurare il pericolo che tra esso e ciò che l'individuo è portato a considerare il meglio per sé sussista una divaricazione tanto netta da essere apprezzata quale indice di sopraffazione della libertà individuale».

²⁵⁶ *Ex multis*, M. ADLER, E. POSNER, *New Foundations of Cost-Benefit Analysis*, Cambridge, 2006.

compresa) e che, di contro, sia irrilevante ogni altro valore non immediatamente misurabile in termini di aumenti e diminuzioni di benessere²⁵⁷.

Di conseguenza, l'impostazione soggettivista dell'utilità non viene scalfita dalle tesi che sostiene la dialettica tra soluzioni egoistiche e soluzioni altruistiche o solidaristiche²⁵⁸. Ciò in quanto quelle scelte che, all'apparenza, introducono elementi solidaristici come obiettivi da perseguire si traducono, in concreto, in una semplice ridefinizione delle modalità in cui può esplicarsi il razionale perseguimento dei propri scopi egoistici e, soprattutto, delle risorse utilizzabili a tale fine (la capacità di frodare, di approfittare, di avere migliori informazioni, di governare gli imprevisti, ecc.).

In quest'ottica, pertanto, l'investitore-risparmiatore si concepisce, è concepito ed agisce come razionale solo nel caso in cui i suoi investimenti puntino a massimizzare il suo profitto, ovvero come un soggetto impegnato a moltiplicare il valore dei suoi risparmi. Ogni altra scelta, socialmente responsabile per lo stesso è giustificabile, e quindi razionale, nella misura in cui conferisca a quest'ultimo un valore d'uso che, aggiunto al ritorno finanziario netto, possa eguagliare o superare le alternative di investimento o di consumo²⁵⁹.

A livello giuridico, dunque, si presentano come giuste/corrette le soluzioni che, secondo tale teoria, sono efficienti a livello economico. Ciò in quanto: «il principio di utilità unico massimizza la ricchezza; che la massimizzazione della ricchezza è l'ottimo per la società; che per raggiungerla, laddove altre regole dello scambio sono ideologiche, quella della massima efficienza ha un senso scientifico»²⁶⁰.

Il diritto contrattuale che tale tesi delinea, allora, è un diritto che si fonda sull'autodeterminazione e sull'autonomia della parte che, a certe condizioni, sa come operare per soddisfare i propri interessi che,

²⁵⁷ In questi termini M. NUSSBAUM, *The Costs of Tragedy: Some Moral Limits of Cost-Benefit Analysis*, 29 *Journal of Legal Studies*, 2000, 1005, che utilizza come esempio l'istruzione per l'infanzia.

²⁵⁸ D. KENNEDY, *Form and Substance in Private Law Adjudication*, in *Harv. Law Rev.*, 89, 1685 (1976), p. 1713 ss.; per l'Europa v. per tutti M. HESSELINK, *CFR & Social Justice: A Short Study for the European Parliament on the Values Underlying the Draft Common Frame of Reference for European Private Law – What Roles for Fairness and Social Justice?*, September 19, 2008, in *ssrn.com/abstract*.

²⁵⁹ J.H. LANGBEIN e R.A. POSNER, *Social Investing and the Law of Trust*, in *Michigan L. Rev.*, 1981, p. 72 ss.; O. ZUNZ, *Philanthropy in America: A History*, Princeton, 2011, p. 296, sostiene a tal riguardo che «la generosità è anche un investimento», avendo alla sua base «l'auto-interesse propriamente inteso», quindi un fine egoistico.

²⁶⁰ Ma si veda F. VIOLA e G. ZACCARIA, *Diritto e interpretazione. Lineamenti di teoria ermeneutica del diritto*, Roma-Bari, 2001, p. 48, per i quali l'efficienza economica nel calcolo dei costi e dei benefici «non può assorbire tutto il valore della giustizia. La protezione dei diritti a volte richiede decisioni che dal punto di vista dell'economia sono inefficienti. Se non fosse così, allora il diritto si ridurrebbe a sottosistema dell'economia, cioè alla funzione di custodia esterna del corretto funzionamento della razionalità economica». Così anche P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., p. 101: il diritto dell'economia, «socialmente caratterizzato», deve aver riguardo tanto alle leggi del mercato tanto alla giustizia e ai valori esistenziali. «Le ragioni del mercato non si identificano con le ragioni del diritto; il mercato non ordina il diritto ma è ordinato dal diritto; il primato della politica è garanzia di democraticità. Sarebbe incoerente concedere al popolo il diritto di eleggere propri rappresentanti e a questi il potere di fare le leggi, se poi queste dovessero essere interpretate esclusivamente in base ai criteri dell'efficienza e dell'economicità». La prospettiva della *law and economics* della Scuola di Chicago viene criticata dall'illustre A. per la sua unilateralità, e perché avente una «funzione individualistica, materialistica e conservatrice certamente in contrasto con la legalità costituzionale, comprensiva di quella europea e internazionale» (P. PERLINGIERI, *Le ragioni del mercato e le ragioni del diritto dalla comunità economica europea all'unione europea*, cit., p. 39).

si ricordi, in tale fase, sono di stampo puramente egoistico. Ciò a tal punto che, parte della dottrina sostiene che tale orientamento punti a facilitare la singola transazione contrattuale, con un ragionamento induttivistico²⁶¹. Se lo scambio genera ricchezza, la somma di singole contrattazioni efficienti non può che generare un mercato efficiente. Le transazioni efficienti sono transazioni massimizzanti. Le transazioni massimizzanti sono transazioni razionali. Queste, nel mercato finanziario, sono le transazioni stipulate tra investitore ed intermediario che devono essere governate per creare condizioni di omogeneità (*level playing field*) e trasparenza.

Una razionalità, però, che, come sapientemente viene sostenuto, a livello giuridico non è solo individuale bensì collettiva, la quale, se non rispettata, compromette l'utilità generale. Una volta che l'irrazionalità della scelta negoziale sia talmente grave da travolgere l'utilità generale o quella di una parte, l'invalidità la fa da rimedio²⁶².

Il presupposto perché il modello delineato funzioni è che l'agente conosca o sia in grado di conoscere tutte le opzioni a sua disposizione e le loro conseguenze. Il processo di contrattazione, infatti, implica considerazioni relative al futuro che possono essere compiute solo se il soggetto possiede tutte le informazioni utili a decidere²⁶³. Un soggetto disinformato è un soggetto debole perché leso dal vantaggio conoscitivo della sua controparte contrattuale che risulta, di contro, forte.

In tale contesto, in cui il soggetto compie scelte razionali solo se perfettamente informato, l'approccio alla protezione del consumatore/investitore, influenzato dai canoni della teoria microeconomica neoclassica, non può che prescrivere l'imposizione in capo alla parte forte, ossia al professionista, obblighi stringenti di informazione. Concettualizzare il dovere di informazione non è un compito semplice. In un senso ampio, la stessa potrebbe definirsi come «*elemento de conocimiento suministrado obligatoriamente por una de las partes contratantes a la otra, teniendo como objeto principal la adecuada formación del consentimiento contractual de este último, tanto en lo referente a los aspectos jurídicos como materiales del negocio*»²⁶⁴.

²⁶¹ Cosí F. DENOZZA, *La frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo-liberale*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, p. 13 ss.

²⁶² A. GENTILI, *op. ult. cit.*, p. 1110, sostiene che la lesione dell'utilità collettiva venga espressa da concetti quali: «ordine pubblico, ordine pubblico economico di protezione, ordine pubblico economico di direzione, pianificazione, collettivizzazione». In questo caso, l'ottica remediale è correggere lo scambio che opera indistintamente per entrambi i contraenti ed è per questo che si dovrebbe usare la nullità assoluta. Di contro, una irrazionalità di parte, impone la tutela del singolo contraente ed apre alla nullità relativa, di protezione.

²⁶³ A. RECALDE CASTELLS, *Acotación del Derecho de los mercados de "valores" e "instrumentos financieros" en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)*, in *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2010, pp. 35-39, il quale sostiene che la filosofia di *disclosure* presuppone che, a partire da informazioni sufficienti, il soggetto possa prendere decisioni razionali, salvo poi ricredersi nella fase post-crisi economica affermando che, forse, la stessa non ha davvero adempiuto al compito che il legislatore le aveva assegnato.

²⁶⁴ J. LLOBET I AGUADO, *El deber de información en la formación de los contratos*, Marcial Pons, 1996, p. 30; sulla difficoltà di definizione, L. DIEZ PICAZO, *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, Tomo I, Aranzadi, 2007, pp. 312-313.

L'informazione è al servizio dell'autodeterminazione dell'utente²⁶⁵ ed in particolare di colui che opera sul mercato bancario e finanziario, nei quali si negoziano beni ad alto contenuto informativo (se non addirittura beni il cui contenuto si sovrappone alle informazioni che essi incorporano) e dove, nonostante la razionalità dell'agente, l'intermediazione professionale diviene essenziale per processare le caratteristiche tecniche del prodotto, saggiarne l'utilità ed i rischi connessi alla transazione²⁶⁶, nell'ottica di tutela dell'interesse negativo a non stipulare contratti dal contenuto alterato, se non proprio invalido.

Processo informativo che ovviamente deve coprire tutte le fasi della contrattazione: dalla pubblicità del prodotto, alla trattativa precontrattuale sino alla fase esecutiva, la cui centralità emerge dalle normative di settore, in particolare dai testi unici e codici che iniziano a proliferare negli anni '90²⁶⁷.

Come fa notare la dottrina spagnola, non c'è dubbio che la portata dei doveri di informazione precontrattuale in queste pratiche contrattuali bancarie, configurate dalla stessa normativa settoriale applicabile, operino in modo molto diverso dai doveri di informazione precontrattuale nel contratto negoziale che, in linea di principio, rispondono a premesse anch'esse molto diverse; tra le altre, che è interesse di ciascuna parte contrattuale ricercare le informazioni che le sono utili (autoinformazione) e, a sua volta, che il dovere di informazione sorge solo quando la controparte ne fa espressa richiesta.

²⁶⁵ L'autodeterminazione è valore che orienta l'operato del legislatore nel diritto privato. L'idea è che sia meglio reprimere che prevenire, ossia sia meglio conservare la libertà di sbagliare assicurandosi *ex post* l'accesso ai rimedi, piuttosto che evitare a monte l'errore imponendo divieti. G. GRISI, *Gli obblighi informativi quali rimedi ai fallimenti cognitivi*, cit., p. 64, sostiene che tale ricostruzione evidenzia un diritto incentrato su regole più di fattispecie che di comportamento.

²⁶⁶ F. GRECO, *L'onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all'information overload*(ing), cit., p. 398; R. NATOLI, *La protezione del cliente finanziariamente analfabeta tra irrazionalità del mercato e paternalismo liberale*, cit., p. 5, per il quale l'intermediario presta la propria esperienza professionale perché, in alternativa, la sorte degli affari del cliente sarebbe lasciata al caso. In quest'ottica anche L. PURPURA, *L'evoluzione "fiduciaria" dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione di servizi di investimento alla clientela al dettaglio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, p. 222 ss., per il quale l'intermediario rappresenta l'anello di congiunzione tra risparmiatore e mercato dei capitali ed ha come finalità la canalizzazione della liquidità in eccesso verso il mercato primario e secondario concorrendo al finanziamento del sistema economico. Egli accompagna il processo di investimento, affinché questo sia consapevole e razionale, lavorando per mantenere un elevato tasso di confidenza e fiducia dell'utente nei confronti del sistema finanziario (anche A. PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, p. 372 ss.). Quanto ai prodotti finanziari il cui contenuto è costituito dall'informazione si vedano G. CARRIERO, R. VIOLI, *Moneta, banche, mercati finanziari*, in P. CIOCCA, I. MUSU (a cura di), *Economia per il diritto*, Torino, 2006, p. 239, per i quali questa ipotesi coincide con l'efficienza informativa dei mercati finanziari dato che «tutta l'informazione nota agli operatori è riflessa nel corso dei titoli».

²⁶⁷ Benché esuli dal campo specifico di ricerca, occorre ricordare che gli artt. 3 e 4 del c. cons., d.lg. n. 206/2005, riconoscono il diritto «ad un'adeguata informazione e ad una corretta pubblicità», a valle di un sistema di «educazione dei consumatori», in corrispondenza all'obbligo dei venditori di indicare «sicurezza, composizione, qualità dei prodotti e dei servizi» immessi sul mercato. Prima ancora la legge 10 aprile 1991, n. 126 ed il suo regolamento di attuazione d.m. 8 febbraio 1997, n. 101 aveva statuito norme per l'informazione del consumatore [V. LEMMA, *Informazione finanziaria e tutela dei risparmiatori*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *I contratti dei consumatori*, cit., p. 271; in merito all'educazione del consumatore si veda A. BIZZARRO, *L'educazione e l'informazione del consumatore*, in G. RECINTO, L. MEZZASOMA, S. CHERTI (a cura di), *Diritti e tutele dei consumatori*, Napoli, 2014, p. 33 ss.; per approfondimenti sulle disposizioni della legge del 1991, si veda, ad esempio, C. DI NANNI, *Tutela del consumatore e mercato*, in *Dir. giur.*, 1992, p. 345 ss.].

Al contrario, in queste pratiche contrattuali, è la normativa stessa, data la complessità del prodotto, l'asimmetria informativa e, in definitiva, la stessa ragione di fiducia o confidenza che sta alla base di queste relazioni contrattuali, a determinare la natura e la portata dello speciale dovere di informazione che grava sull'istituto bancario, secondo chiare note di imperatività ed essenzialità al fine di garantirne il rispetto.

L'informazione, infatti, assume rilievo centrale sia nel t.u.b. (d.lg. 1 settembre 1993, n. 385, ed in vigore dal 1° gennaio 1994) che nel t.u.f. (decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ed entrato in vigore il 1° luglio 1998)²⁶⁸, con la differenza che mentre nel primo non è prevista una definizione di "informazione" e "attività conoscitiva", nel secondo la nozione di informazione assume rilievo specifico con riguardo ai mercati regolamentati e sistemi alternativi di negoziazione, riportando all'art. 181 la definizione di "informazione privilegiata".

In particolare, con riferimento ai servizi di investimento, l'art. 21 t.u.f.²⁶⁹ introduce dei criteri generali che, tenendo conto della specificità delle operazioni finanziarie, puntano ad eliminare, o quantomeno a ridurre, l'intrinseca debolezza dell'investitore/risparmiatore, nell'interesse dello stesso e dell'integrità del mercato; a tale precetto si affiancano regole puntuali di dettaglio negli artt. 27 ss. del Regolamento Consob n. 16190/2007 (e seguenti modifiche, già citate). La norma, imponendo all'intermediario di comportarsi con «diligenza, correttezza e trasparenza» prevede in capo allo stesso obblighi negoziali di informazione precontrattuale, contrattuale e post-contrattuale adeguata all'utente, chiara e comprensibile.

²⁶⁸ Il t.u.b. ha avuto merito e scopo di riordinare il sistema normativo dell'attività bancaria, intesa ex art. 10, come raccolta del risparmio tra il pubblico ed esercizio del credito, definendo le condizioni per la costituzione, l'organizzazione e lo svolgimento delle imprese operanti nel settore. Contiene, inoltre, disposizioni sui singoli contratti bancari (artt. 115-128) che arricchiscono la scarsa normativa codicistica, regolando il rapporto banca-cliente [per la struttura, la sua costituzione ed evoluzione ed i suoi contenuti, si veda, E. CAPOBIANCO (a cura di), *I contratti bancari*, cit.]. Il titolo VI, più volte modificato e rubricato « Trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti» individua nella trasparenza delle condizioni contrattuali e nella correttezza dei rapporti con la clientela le regole generali che disciplinano l'attività bancaria nei confronti del pubblico (art. 127) e riporta previsioni concrete sulle modalità di esplicazione della trasparenza: le informazioni da fornire al cliente, le condizioni contrattuali etc. Il TUF, invece, è la fonte principale di regolazione del mercato finanziario e riunisce direttive europee e normative interne, al fine di fornire una disciplina unitaria agli operatori del settore. Modificato più volte, la sua struttura, composta da sei parti, è rimasta sostanzialmente invariata. Ai fini della ricerca, rileva specialmente il secondo titolo della seconda parte del t.u.f. (artt. 18-32-ter) dove si rinvencono le regole che integrano la disciplina del contratto di investimento ossia dell'accordo avente ad oggetto un servizio o prodotto finanziario (G. VETTORI, *Contratto e rimedi*, 2021, Padova, p. 162 ss.).

²⁶⁹ R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in F. CORTESE, F. SARTORI (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, p. 69 ss., sostiene che l'attività negoziale dell'intermediario tragga il proprio senso specifico dall'art. 47 Cost., rispetto al quale, e al valore da esso dedotto, la stessa viene funzionalizzata per il tramite dell'art. 21 t.u.f.; per ciò stesso, costituisce il parametro sulla base del quale è valutabile il corretto esercizio del corrispondente potere discrezionale.

Nonostante venga già utilizzata la voce “trasparenza”²⁷⁰, che implica una conoscenza reale ed effettiva, la prima fase di inserimento degli obblighi informativi è caratterizzata da una informazione c.d. “fredda”²⁷¹, ossia formale, volta alla trasmissione di dati utili alla scelta, sempre nell’ottica dell’autodeterminazione razionale. Una informazione, dunque, come mezzo per conseguire il fine trasparenza²⁷².

L’art. 21, lett. b, infatti, si sofferma sugli obblighi informativi «attivi»²⁷³, statuendo che: «i soggetti abilitati devono operare [...] in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati». L’art. 28,

²⁷⁰ Il termine trasparenza ha assunto con il tempo molti significati diversi, colorandosi di sfumature a partire dal suo ingresso nel sistema giuridico, risalente alla metà degli anni ’80, in occasione dell’approvazione dei c.d. Accordi Interbancari, finendo per rilevare nell’ambito dell’equilibrio contrattuale, in particolare nelle condizioni generali di contratto e clausole abusive ex art. 33 c. cons. (per un *excursus* storico in materia v. E. CAPOBIANCO, *Contrattazione bancaria e tutela dei consumatori*, Napoli, 2000, p. 20 ss.; ID. e F. LONGOBUCCO, *La nuova disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*, in *Contr. impr.*, 2011, p. 1142 ss.; E. BRODI, *Dal dovere di far conoscere al dovere di far “comprendere”*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, p. 246 ss.)

²⁷¹ G. GRISI, *op. cit.*, p. 68, il quale la contrappone ad una informazione «calda» che interviene con l’introduzione della trasparenza ed il conseguente abbandono del formalismo e vede l’autodeterminazione contaminarsi con il concetto di benessere. La trasparenza, infatti, che passa inizialmente attraverso l’informazione, diviene tramite di «effettiva conoscenza e strumento di reale comprensione» (G. GRISI, voce *Informazione (obblighi di)*, in *Enc. giur.* Treccani, Roma, Treccani, 2006, p. 7). A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell’investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, p. 1 s., definisce la trasparenza informativa come il dispositivo tecnico che «“livella il terreno di gioco”, così rimuovendo in radice il presupposto per comportamenti opportunistici e assicurando [altresí] la possibilità di operare scelte di investimento razionali». Secondo S. PAGLIANTINI, *La trasparenza consumeristica tra “dottrina” della Corte ed equivoci interpretativi*, in *Europa dir. priv.*, 2019, p. 651 ss., una manifestazione esemplare della visione neo-liberista della trasparenza si evince in Corte di Giustizia UE 20-9-2018, C-51/17 (OTP Bank Nyrt c. Teréz Ilyés) relativa ad un contratto di mutuo espresso in valuta estera e concluso con consumatori, con riferimento al carattere abusivo o alla presunzione di abusività di clausole sulla differenza tra i tassi di cambio e sull’opzione di modifica unilaterale. L’A. sostiene: «il requisito secondo cui una clausola contrattuale deve essere formulata in modo chiaro e comprensibile obbliga gli istituti finanziari a fornire ai mutuatari informazioni sufficienti a consentire a questi ultimi di adottare le proprie decisioni con prudenza e in piena cognizione di causa. A tal riguardo, siffatto requisito implica che una clausola relativa al rischio di cambio sia compresa dal consumatore sia sul piano formale e grammaticale, ma anche per quanto riguarda la sua portata concreta, nel senso che un consumatore medio, normalmente informato e ragionevolmente attento e avveduto, possa non solo essere consapevole della possibilità di deprezzamento della valuta nazionale rispetto alla valuta estera in cui il mutuo è stato espresso, ma anche valutare le conseguenze economiche, potenzialmente significative, di una tale clausola sui suoi obblighi finanziari».

²⁷² M.J. BLANCO SÁNCHEZ, *Análisis del deber precontractual de información en la contratación de servicios financieros a la luz de MiFID II: un impulso para la transformación digital del sistema financiero*, in *Revista de derecho de mercado de valores*, 2019.

²⁷³ Si tenga in considerazione che si sta cercando di ricostruire, benché in sintesi, l’evoluzione del modello di agente alla base delle scelte del legislatore nazionale e comunitario e, di conseguenza, il diverso ruolo che l’informazione e la trasparenza hanno assunto nelle varie fasi evolutive. Ovviamente il discorso è ben più complesso ed articolato. Basti solo pensare che, già nella prima stesura del t.u.f., gli obblighi informativi erano attivi ma anche passivi. In sintesi i compiti dell’intermediario erano: - ottenere informazioni dal cliente sul livello di esperienza, di propensione al rischio e di obiettivi di investimento (cd. profilatura a cui corrispondono obblighi passivi di informazione); - segnalare con una procedura di *warning* l’incoerenza tra l’operazione finanziaria e il profilo, senza però alcun obbligo per l’intermediario di non dare seguito a detta operazione; - illustrare al cliente la natura ed i rischi sottesi all’investimento (per gli obblighi attivi e passivi si veda, ad esempio, P. MORLUPO, *Gli obblighi di correttezza, diligenza e trasparenza nell’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati*, in L. DI NELLA (a cura di), *La tutela del consumatore dei servizi finanziari. Applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MIFID*, Napoli, 2007, p. 9 ss.; G. G. LUCIANI, *Gli obblighi informativi «passivi» ed «attivi» degli intermediari finanziari*, nella stessa opera, p. 47 ss.).

comma 2, reg. Consob, specifica che le informazioni devono essere adeguate e riguardare natura, rischi ed implicazioni della singola operazione e/o servizio.

Pertanto, prima del recepimento della MIFID I, la tutela della clientela è lasciata a logiche informative e ad una prima concezione *in nuce* di trasparenza, imponendo all'intermediario di creare condizioni tali che l'investitore raggiunga un alto grado di consapevolezza ma senza addossare al primo in modo diretto e specifico doveri o responsabilità in relazione alla effettiva coerenza dell'operazione con le esigenze dell'utente.

È evidente, dunque, che l'idea del soggetto razionale abbia alimentato la costruzione di una *disclosure regulation* atta a disciplinare il flusso continuo di informazioni dall'operatore professionale all'utente volte a ridurre le asimmetrie informative negoziali ma senza implementare il tema della *transparency*, relativo alle concrete modalità con cui l'informazione va fornita, ossia chiarezza e comprensibilità²⁷⁴. In un primo momento, quindi, si è data per presupposta la capacità del soggetto di introitare l'informazione, elaborarla e sfruttarla per ottenerne il massimo vantaggio personale.

Si è dato per scontato, quindi, che bastasse un flusso continuo di informazioni per tutelare gli agenti dalle asimmetrie negoziali ed orientarli verso l'allocazione pareto-ottimale delle loro risorse. L'operatore professionale, di conseguenza, è stato delineato come «mero intermediario dell'informazione finanziaria»²⁷⁵.

Tuttavia, già in questa prima fase di costruzione di un sistema di tutela dell'investitore-risparmiatore, incentrato sul ruolo dirimente della informazione, la protezione di questa figura si attesta su un livello formale più che sostanziale. Con tutta probabilità, l'idea che basti fornire un quadro informativo completo affinché l'agente si orienti verso la soluzione ottimale ed efficiente, ha posto in secondo piano la regolazione degli effetti della mancata osservanza degli obblighi informativi.

²⁷⁴ Ovviamente il concetto di trasparenza è ben più complesso. Come sapientemente illustrato (e come si vedrà a breve) da L. MEZZASOMA, *Meritevolezza e trasparenza nei contratti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, p. 180 ss., il principio di trasparenza è «fattore ispiratore di tutta una molteplicità di disposizioni che, lungi dall'aver ad oggetto l'ambito meramente informativo, hanno sempre quale obiettivo quello della rimozione delle opacità che si creano all'interno del mercato»; «la trasparenza oggi, non è detto che riguardi esclusivamente l'aspetto delle informazioni — secondo i principi di chiarezza e comprensibilità — ma anche quello relativo le condotte imposte agli intermediari. Ciò determina una interpretazione del principio di trasparenza non più limitata all'aspetto meramente formale dell'atto quanto, piuttosto, orientata in senso sostanziale e tale, cioè, da coinvolgere l'intera attività posta in essere da parte dell'intermediario» [teoria ampiamente sviluppata da V. RIZZO, *Trasparenza e «contratti del consumatore» (la novella al c.c.)*, Napoli, 1999]; sul punto si veda anche G. BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2016, p. 991 ss.

²⁷⁵ M. DE MARI, *Informativa "post-contrattuale" e servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 2012, p. 409.

La normativa, fin da principio, è carente sul piano dei rimedi esperibili e lascia aperto il problema delle tutele effettive a cui il risparmiatore può attingere; e ciò in un settore in cui la mancata conoscenza dei rischi di un'operazione bancaria/finanziaria può compromettere la funzionalità del mercato²⁷⁶.

L'assenza di disposizioni esplicite sulle conseguenze civilistiche ha imposto alla giurisprudenza il ricorso alla disciplina di diritto comune per trovare un'adeguata risposta sanzionatoria. Le decisioni emanate negli anni sono state testimoni di pareri discordanti e, come si vedrà, hanno dato vita a quello che è stato correttamente definito «ambaradàn di rimedi»²⁷⁷.

4. Il valore del concetto di trasparenza di prima generazione in Spagna

La trasparenza, in tutte le sue evoluzioni concettuali, è un principio di ordine e portata generale che accomuna gli ordinamenti giuridici moderni i quali devono adottare delle strategie che consentano loro di confrontarsi con mercati e forme contrattuali sempre più complesse e tecniche.

Anche in Spagna, pertanto, nel periodo della “scoperta” della contrattazione di massa e dell'asimmetria contrattuale, la trasparenza, insieme all'“equilibrio delle prestazioni”, è emersa come “principio giuridico” del controllo sociale stabilito²⁷⁸, cioè come ragione sia dei “doveri speciali” che incombono sul predisponente in questa modalità di contrattazione, sia dell'“efficacia” derivante dalla regolamentazione predisposta. La concezione precedente, che accompagnava il valore della trasparenza,

²⁷⁶ Non si può, infatti, non riconoscere che vi sia uno stretto legame tra tutela dell'utente e perseguimento dell'efficienza del mercato concorrenziale. «Le regole di trasparenza non sono solo dirette alla tutela del cliente... ma anche all'efficiente funzionamento del mercato» [in tal senso, A. LUPOI, *Trasparenza e correttezza delle operazioni bancarie e di investimento (note alle Nuove Istruzioni di Banca d'Italia sulla trasparenza)*, in *Contr. impr.*, 2009, p. 1251, con riferimento alle Disposizioni della Banca d'Italia sulla trasparenza del luglio 2009]. Sulla duplicità degli obiettivi perseguiti dalla normativa in materia di «trasparenza», in particolare, nei contratti bancari si veda V. FARINA, *Brevi riflessioni sulla nuova disciplina della trasparenza bancaria*, in *Contr. impr.*, 2004, p. 843 ss.; d'altronde, come afferma G. MEO, *Consumatori, mercato finanziario e impresa: pratiche scorrette e ordine giuridico del mercato*, in *Giur. comm.*, 2010, p. 722, «il mercato è l'oggetto stesso della tutela. Insufficienza, instabilità e cattivo funzionamento del mercato costituiscono ragioni di anomalo sviluppo delle dinamiche contrattuali attraverso le quali vengono scambiate le posizioni di rischio, e quindi della distribuzione di esso tra i diversi attori». Ed è nel mercato in cui avviene o può avvenire la manifestazione contrattuale che rende impresa finanziaria e cliente “controparti”. Per questo l'altra faccia della tutela deve passare attraverso la protezione dell'investitore. D'altronde, occorre ricordare che il contrattante del mercato finanziario incontra la sua protezione sempre nella disciplina delle obbligazioni e dei contratti la quale, così come dimostrano le sentenze della recente giurisprudenza spagnola, si è dimostrata più efficiente della normativa settoriale di protezione del cliente. Per esempio, buona parte dei contratti su prodotti finanziari sono stati annullati per vizio di errore, istituzione che nel codice civile spagnolo è regolata, secondo una tecnica redazionale del XIX sec., nell'art. 1266. Altra parte delle condizioni contrattuali (tra cui la cd. “*clausula suelo*”) sono state dichiarate nulle a seguito del controllo di trasparenza sulle condizioni generali di contratto; in ultimo, un importante numero di clausole, con specifico riferimento alla materia della contrattazione ipotecaria, sono state dichiarate abusive perché in violazione delle norme sul diritto del consumo (E. VALPUESTA GASTAMINZA, *El cambio de paradigma en la protección del “cliente de productos financieros” [reglamento (UE) PRIIPS Y OM 2316/2015]: sujeto protegido y técnica de protección*, in *Revista de derecho bancario y bursatil*, 2019, p. 14).

²⁷⁷ G. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradàn dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. impr.*, 2005, p. 896 ss.

²⁷⁸ F.J. ORDUÑA MORENO, C. SANCHEZ MARTIN, *La transparencia como valor del cambio social: su alcance constitucional y normativo*, Cizur Menor, 2018.

fondata su un anacronistico contratto *peer to peer* (la cosiddetta trasparenza soggettiva incentrata sul consenso dell'aderente), corrisponde a un chiaro approccio statico o immobilista al diritto, cioè di soluzioni regolamentate per fenomeni precedenti e diversi, lontani dai valori e principi che informano la diversa natura e funzione sociale della nuova realtà contrattuale²⁷⁹.

D'altra parte, la configurazione della trasparenza, come valore o principio²⁸⁰, comporta una significativa concretizzazione o sviluppo tecnico del principio costituzionale di tutela del consumatore e dell'utente (art. 51.1 Cost. spagnola)²⁸¹ e, per estensione, del principio generale di buona fede, nella misura in cui la sua espressione come principio giuridico viene a delimitare sia il controllo di legalità "specifico" dell'efficacia della norma predisposta, cioè il cosiddetto controllo di trasparenza [come procedimento chiaramente distinguibile dall'interpretazione o integrazione contrattuale (artt. 1281 e ss. e 1258 c.c.)], sia i doveri "speciali" di configurazione contrattuale, di comprensibilità materiale, e non formale, delle clausole che incombono sul predisponente rispetto all'efficacia derivante dal regolamento predisposto. A differenza di quanto avviene in Italia, il diritto all'informazione viene espressamente tutelato nella costituzione spagnola all'art. 51.2, nel quale si afferma che «*Los poderes publicos promoverán la informacion y la educacion de los consumidores y usuarios...*»²⁸².

²⁷⁹ J. AGUILÓ REGLA, *Positivismo y postpositivismo. Dos paradigmas jurídicos en pocas palabras*, Doxa, Cuadernos de Filosofía del Derecho, 2007, p. 665 ss.; d'altra parte, come sostiene L. DíEZ-PICAZO, *Experiencias jurídicas y teoría del Derecho*, Barcelona, 1983, p. 300 ss., il diritto è «*proceso de cambio y de progreso jurídico*».

²⁸⁰ Se si parte dal carattere fondante della proclamazione della organizzazione spagnola come "Stato sociale e democratico di diritto" (art. 1.1. CE), con particolare proiezione nei valori di "libertà, giustizia e uguaglianza", quali valori superiori insieme al pluralismo politico, se ne deduce - come evidenziato nella STS 464/2014, dell'8 settembre -, che il "controllo sociale" di legalità della norma predeterminata, che si articola attraverso il principio di trasparenza, è "connesso" con il quadro fondativo del testo costituzionale, con il suo significato e la sua ragion d'essere; ciò in quanto il principio di trasparenza, come modalità di proiezione dello Stato sociale, tende alla realizzazione "materiale" del valore della giustizia contrattuale in questo modo di contrattare (di massa), cioè al necessario superamento di una concezione meramente "formale" dei valori di libertà ed eguaglianza nel rapporto negoziale delle parti (e, per estensione, del letteralismo interpretativo: *pacta sunt servanda*) che, ai fini della giustizia contrattuale, non si adattano alla natura e alla funzione di tale modalità di contrattazione e, quindi, mancano in questo ambito di portata informativa, cioè di connessione operativa con il quadro valoriale fondativo per spiegare le esigenze di regolazione presentate dalla moderna trasformazione della dogmatica contrattuale (F.J. ORDUÑA MORENO, C. SANCHEZ MARTIN, *La transparencia como valor del cambio social: su alcance constitucional y normativo*, cit.).

²⁸¹ Sulla tutela costituzionale del consumatore v. J.A. GARCÍA-CRUCES, *La protección de los legítimos intereses de los consumidores como principio general del ordenamiento español*, in EC, 1999, p. 131 ss.

²⁸² Esempio seguito da alcuni Paesi, come il Perù, i quali pongono l'informazione tra i diritti tutelati in Costituzione. Il Perù, appunto, nell'art. 65 Cost. afferma: «*El Estado defiende el interés de los consumidores y usuarios. Para tal efecto garantiza el derecho a la información sobre los bienes y servicios que se encuentran a su disposición en el mercado...*». L'informazione richiesta deve essere certa, vera, sufficiente ed adeguata, facilmente accessibile e comprensibile a consumatori e utenti che non sono esperti né periti. Tale diritto, garantito ai massimi livelli, trova la sua *ratio* nella relazione asimmetrica tra gli stessi e gli operatori del mercato; questi ultimi hanno accesso a tutte le informazioni, positive e negative, sui servizi che offrono. Per tale ragione è compito dello Stato garantire il trasferimento della informazione, per lo meno quella rilevante per il consumatore. Detta trasmissione deve essere soggetta ai principi di trasparenza e verità informativa (C. LANDA ARROYO, *Los derechos fundamentales*, Lima, 2017, p. 132 ss.).

Il cd. “controllo di trasparenza”²⁸³, creato *ex nihilo* dalla giurisprudenza del Tribunale Supremo²⁸⁴, esige la ricerca di chiarezza delle clausole che delimitano l’oggetto e gli elementi principali del contratto.

Quanto al concetto stesso di trasparenza, per riempirlo di contenuto, si può ricorrere anche al diritto positivo²⁸⁵, comprensivo della normativa iniziale quale: testo unico sui consumatori (Regio Decreto Legislativo 1/2007, del 16 novembre), legge sulle condizioni generali di contratto (Legge 7/1998, del 13 aprile)²⁸⁶ e regolamentazione dei contratti assicurativi (Legge 50/1980, 8 ottobre che, pioniera, imponeva all’assicuratore di rispettare gli obblighi iniziali di chiarezza e precisione delle condizioni generali); detta normativa contemplava già in parte il regime e l’estensione che oggi comporta l’applicazione del controllo della trasparenza da parte dei giudici e tribunali; in un primo momento, infatti, il legislatore sfruttava le decisioni della CGUE o del Tribunale Supremo spagnolo per dare una qualifica al suddetto controllo.

Si ripete, dunque, la stessa situazione rilevata da Grisi in Italia: la trasparenza “fredda” o soggettiva, incentrata sul consenso del consumatore in base alla sua particolare formazione e conoscenza, contro un controllo “caldo”, oggettivo e astratto della validità della clausola predisposta in chiara corrispondenza con lo *standard* di formazione del “consumatore medio”, quale destinatario della tutela apprestata e, quindi, della regolamentazione della modalità di contrattazione di “massa”. In entrambi i casi, comunque, il principio viene costruito in linea con la figura dell’utente razionale di prima generazione.

Una lettura esemplificativa di quanto detto si riscontra nella Legge 27/2003, del 17 luglio che, per prima, modifica la Legge 24/1988 sul mercato dei valori mobiliari e il testo unico della legge sulle società per azioni. Si legge, all’art. 13: «La Commissione ha ritenuto fondamentale il principio della trasparenza. La Commissione ha considerato il principio della trasparenza come fondamentale per il

²⁸³ Sul controllo di trasparenza si veda F.J. ORDUÑA MORENO, *Control de transparencia: caracterización, alcance y concreción de la figura. Doctrina jurisprudencial aplicable*, in AA. VV., *Control de transparencia y contratación bancaria*, Valencia, 2016, p. 64 ss. Per una visione critica, E. VALPUESTA GASTAMINZA, *El control de incorporación y transparencia de condiciones generales del contrato en los contratos bancarios según la jurisprudencia del Tribunal Supremo*, in L.M. MIRANDA SERRANO, J. PAGADOR LÓPEZ, *Retos y tendencias del Derecho de la contratación mercantil*, Madrid-Barcelona, Buenos Aires, San Paulo, 2017, p. 459 ss.; L.M. MIRANDA SERRANO, *El control de transparencia de condiciones generales y cláusulas predispuestas en la contratación bancaria*, in *Indret*, 2018; T. VÁZQUEZ MUIÑA, *La nulidad de la cláusula suelo por falta de transparencia*, Madrid, 2018.

²⁸⁴ Pioniera la STS 406/2012, del 18 luglio. STS 367/2016, del 3 di giugno, che afferma che la trasparenza è oggi già un “principio giuridico” direttamente coinvolto nell’attuale sviluppo delle linee guida dell’ordine pubblico economico; con una chiara base dinamizzante sia per il ruolo e la funzione attualmente svolta dal principio di buona fede, sia per la concretizzazione dei principi di uguaglianza e libertà nelle relazioni sociali caratterizzate dall’inferiorità di una delle parti.

²⁸⁵ Sulla normativa pre-MIFID, J.A. BALLESTREROS GARRIDO e M. PÉREZ GUERRA, *La protección del cliente minorista en relación con la comercialización de obligaciones convertibles*, in *Revista de Derecho Mercantil*, 2016, p. 10, segnala che «*Estas normas (se refieren a los deberes informativos previstos en la normativa pre-MiFID) ya contenían unas exigencias rigurosas, aunque un tanto imprecisas en el detalle*».

²⁸⁶ La cui modifica è sempre è stata ed è una giusta e costante richiesta dei piccoli e medi imprenditori che, dipendendo dal finanziamento, essenziale per lo sviluppo della loro attività economica, hanno dovuto accettare, come semplici aderenti, le condizioni e le norme predisposte dalla legge e dai i regolamenti predisposti dall’istituto finanziario, dalla società di servizi o dall’appaltatore principale dell’opera.

corretto funzionamento dei mercati finanziari, il che implica che tutte le informazioni rilevanti per gli investitori siano trasmesse al mercato, e che vengano trasmesse in modo simmetrico, equo e tempestivo». Senza alcun dubbio si tratta del precetto che racchiude il forte vincolo del rapporto tra trasparenza e protezione dell'investitore²⁸⁷, inteso nell'accezione di investitore medio, fermo restando che anche l'investitore qualificato potrebbe beneficiare delle informazioni rilasciate. Ovviamente, la specificazione non è pleonastica ma trova la sua ragion d'essere nel differente paniere di rimedi che la disciplina offre in caso di falsità, inesattezze o omissioni rilevanti nel contenuto delle suddette informazioni²⁸⁸.

Nel quadro normativo di tutela degli investitori al dettaglio, la trasparenza delle informazioni veniva e viene delineata come uno strumento essenziale per la loro tutela, costituita da un congiunto di azioni promosse dalle autorità competenti del settore per generare e diffondere una informazione su determinati aspetti relazionati con la operatività del suddetto mercato²⁸⁹; tali azioni solo volte a incoraggiare decisioni di investimento informate e razionali; assicurare un mercato più efficiente in cui i prezzi sono fissati in modo appropriato e, di conseguenza, vi sia un'allocazione efficiente del capitale; promuovere la creazione di mercati etici e competitivi, in cui si riduce l'asimmetria informativa; contribuire a ridurre la volatilità del mercato, spesso innescata da informazioni distorte; sostenere la disciplina di mercato e ridurre le frodi.

Con il recepimento della MIFID I con la Legge 47/2007, del 19 dicembre, che ha introdotto i nuovi articoli 78 ss. nella Legge 24/1988, e con il Regio Decreto 217/2008, del 15 febbraio, sul regime giuridico delle società di servizi di investimento, che attua tale normativa, ci si aspettava che l'investitore sviluppasse competenze che non possedeva. La capacità di trattare con successo i dati forniti e di comprendere correttamente i sofisticati riferimenti finanziari superava di gran lunga le capacità di decodifica di coloro che, utilizzando il gergo comune, si sono dimostrati incapaci di "separare il grano

²⁸⁷ Altro sarebbe domandarsi se il fine ultimo della norma è tutelare l'investitore o l'efficienza e la stabilità del mercato finanziario. In tale contesto sorgono posizioni discordanti tra chi considera il soggetto il primo destinatario della tutela a mezzo attività informativa (cd. analisi microeconomica della tutela dell'investitore) e chi vede nella tutela di questo un mezzo per proteggere la tenuta del sistema finanziario (cd. analisi macroeconomica del sistema finanziario); si tratta di due concezioni, una individualista e più arcaica e l'altra funzionale o istituzionale del diritto finanziario (P.M. HORST, *Kapitalanlegerschutz, Haftung bei Emmission und Vertrieb von Kapitalanlagen. Eine juristische und ökonomische Analyse*, München, 1987, p. 204 ss., e H.D. ASSMANN, *La responsabilità da prospetto. Tra normativa azionaria e disciplina dei mercati mobiliari*, in AA, Vv. *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993, pp. 639-683. Il riferimento alla distinzione tra *Funktionschutz* e *Individualschutz* lo fa K. HOPT, *Aktuelle kapitalmarktrechtliche Probleme in der Schweiz, Wirtschaft und Recht*, 1986, pp. 116-129).

²⁸⁸ Art. 39, R.D. 1310/2005, riprendendo la Direttiva (CE) 2003/71, distingue tra: a) *Inversor pequeño o no profesional*, noto anche come «*público no especializado*» o «*average investor*» nella terminologia anglosassone; b) *Inversor cualificado* («*Accredited or sophisticated investor*»).

²⁸⁹ A. PEREZ CABALLO, *La protección de los inversores y la transparencia*, in J.M. BENEYTO, A. MARTINEZ ECHEVARRIA (dir.), *El espacio financiero único en la Unión Europea*, Madrid, 2005, p. 676 ss.

dalla pula”²⁹⁰. È innegabile che, nonostante gli sforzi europei per facilitare la comprensione delle informazioni, lo scenario finale sia stato di profonda confusione.

Per tale motivo, nonostante l’estraneità allo stesso di tutte le operazioni di investimento finanziario, non si può prescindere dal fare un cenno all’Orden del 28 ottobre del 2011 (EHA/2899/2011) relativo alla “Trasparenza e Protezione del cliente dei servizi bancari”, la cui portata innovativa si rinviene nella costruzione di un corpo normativo unico su tutte le regole base della trasparenza²⁹¹, là dove per “cliente” o “utente” si fa riferimento solo alla persona che opera fuori dalla sua attività commerciale o professionale, quindi al consumatore, e solo al consumatore persona fisica²⁹² (precisazione necessaria data la scelta spagnola di inserire anche persone giuridiche nella definizione consumeristica di base)²⁹³.

L’art. 79 bis della Legge sul Mercato Mobiliare²⁹⁴, attualmente riformulato negli artt. 200 ss. della *Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión*, ha accentuato i doveri degli istituti finanziari di informare debitamente i clienti al dettaglio sul corretto funzionamento e sui rischi associati ai prodotti e servizi finanziari commercializzati. Si tratta di un obbligo preventivo e pienamente giustificato, dal momento che il cliente al dettaglio, per definizione, non avendo una conoscenza approfondita del mercato dei valori mobiliari, non può sapere quali informazioni specifiche

²⁹⁰ B. FONTICIELLA HERNÁNDEZ, *La protección del inversor minorista tras la completa transposición de la directiva MIFID II*, Madrid, 2021, p. 72.

²⁹¹ La cui emanazione trova giustificazione nell’art. 29, comma 2, *Ley 2/2011* sulla economia sostenibile. In detto contesto non rileva tanto la normativa interna all’Ordine quanto le scelte, anche di definizione, relative ai soggetti che da esso vengono tutelati. Per approfondimenti, si rinvia a: A. DIAZ MORENO, *Transparencia y protección del cliente de servicios bancarios*, in *Derecho de los negocios*, 2011, p. 38 ss.; A. MARTÍNEZ PEREZ_ESPINOSA, *Orden EHA 2899/2011, de transparencia y protección del cliente de servicio bancario*, in *Revista derecho bancario y bursátil*, 2011, p. 279 ss.; M. SÁNCHEZ MONJO, *El nuevo régimen de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios en la Orden EHA 2899/2011 de 28 de octubre*, in *Revista de derecho de mercado de valores*, 2012, p. 287 ss.

²⁹² Una scelta che è stata criticata, ad esempio, da P. MARTÍNEZ ESPIN, *El regimen de transparencia y proteccion del cliente de servicios bancarios*, in *Revista CESCO de derecho de consumo*, 2013, p. 68 s., il quale sostiene che, almeno, si sarebbe potuto estendere la sua applicazione ad alcune persone giuridiche come le PMI, o da J.C. RODRIGUEZ MASEDA, *Las operaciones bancarias y la proteccion del cliente*, in A.B. CAMPUZANO LAGUILLO, F. CONLLEDO LANTERO E R.J. PALOMO ZURDO (coord.), *Los mercados financieros*, Valencia, 2017, p. 693 ss., che supporta l’estensione a tutti i tipi di clienti perché lo esige la democraticizzazione dell’informazione.

²⁹³ L’art. 3 del TRLDCU considera come consumatori: «*las personas físicas o jurídicas que actúan en un ámbito ajeno a una actividad comercial, empresarial, oficio o profesión*». Ad oggi sono tali anche oggi, entità prive di personalità giuridica (ad esempio, i condomini) purché agiscano senza scopo di lucro in un settore che non sia un’attività commerciale o imprenditoriale. A tal proposito, basti pensare alla STS 22 giugno 2021 che riconosce consumatore l’Arcivescovato di Burgos in quanto, dal contratto di fornitura dell’energia elettrica, non è emersa l’uso professionale o commerciale. Sulla nozione di consumatore in Spagna, C. VATTIER FUENZALIDA, *Introducción y noción jurídica de consumidor*, in *Jornadas sobre problemática jurídica de consumo*, Valladolid, 1992, p. 11 ss.; S. CÁMARA LAPUENTE, *Comentario a los artículos 1-7 del TRLGDCU*, in S. CÁMARA, *(RDL 1/2007) y otras leyes y reglamentos vigentes en España y en la Unión Europea*, Madrid, 2011, p. 112 ss.

²⁹⁴ In merito alle condizioni di informativa nella fase precedente alla MIFID I, si veda, L. LÓPEZ ALONSO, P. GUILLÉN MONGE, *Evolución legal en los deberes de conducta y de información en materia de contratación de productos de inversión*, in *Actualidad civil*, 2017.

dovrebbe richiedere al professionista, confidando che l'ente che offre servizi di investimento non ometta informazioni rilevanti a questo proposito²⁹⁵.

Inoltre, parte di questi doveri, in particolare quelli volti a conoscere i clienti, ossia i cosiddetti test di adeguatezza e di convenienza (Sección 5.^a Evaluación de la idoneidad y la conveniencia, artt. 203 e 204) non hanno altra funzione che quella di valutare il profilo del cliente per modulare le informazioni ed i prodotti. Si osserva quindi, che questi doveri, che gravano sulle entità che prestano i servizi di investimento, ruotano necessariamente intorno al principio di trasparenza, ossia all'obbligo dell'intermediario di offrire le informazioni sul prodotto finanziario in modo "comprensibile e adeguato" al cliente, includendo altresì le indicazioni e avvertenze sui rischi associati a tali strumenti o strategie di mercato. In modo tale, quindi, che il cliente al dettaglio, al di fuori di una concezione formale o documentale di questi doveri, comprenda non solo il significato generale di ciò che sta contrattando, ma anche la portata giuridica ed economica degli impegni assunti. E ciò non solo a suo vantaggio, ma anche e soprattutto, in favore della qualità della negoziazione e della certezza del diritto nel settore finanziario²⁹⁶.

Anche la Commissione Nazionale del Mercato dei Valori Mobiliari (CNMV) non è estranea alla tutela del principio di trasparenza. Lo si deduce, in particolare, dal *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas* e, più specificamente, dalla relazione dal *Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas*. Il capitolo II, intitolato "*El principio de transparencia y el deber de informar*", dedicato interamente al rispetto della trasparenza, viene suddiviso in tre sezioni: informazione completa, informazione corretta e informazione equa, simmetrica e tempestiva. Oltre al dovere di informare²⁹⁷.

Riguardo al livello ottimale di trasparenza che occorre raggiungere la dottrina spagnola, tutt'ora, ritiene che dipenda dal prodotto negoziato e dagli attori coinvolti nel rapporto giuridico²⁹⁸.

²⁹⁵ Il cliente deve essere informato dalla banca, prima della conclusione del contratto, dei rischi connessi all'operazione speculativa, in conseguenza del generale dovere di agire secondo i requisiti di buona fede di cui all'art. 7CC; affinché tale dovere di informazione sia rispettato, non è sufficiente che l'informazione sia imparziale, chiara e non fuorviante, ma deve includere informazioni adeguate sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento in modo comprensibile, nonché indicazioni e avvertenze sui rischi connessi a tali strumenti o strategie (art. 79 *bis* LMV, commi 2 e 3; art. 64RD 217/2008).

²⁹⁶ SSTs, 9 maggio 2013 e SSTs, 8 settembre 2014, confermate da STS 24 aprile 2015 (n.º 138/2015).

²⁹⁷ Per il *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas* si rinvia al paragrafo sulla responsabilità sociale di impresa. Quanto all'*Informe*, si fa riferimento a CNMV, *Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas*, dell'8 gennaio 2003, in cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/informefinal.pdf.

²⁹⁸ A.E. ALONSO ALONSO, y G.J. SASTRE CORCHADO, *Transparencia y principio de mejor ejecución*, in *Dirección de estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*, 2003, pp. 11-14.

Da qui il dibattito sull'adozione del principio regolatorio di una trasparenza piena, ragionevole e, soprattutto, obbligatoria, il cui *favor* è manifesto nella dottrina privatistica e mercantilistica²⁹⁹ in quanto consente di mitigare l'insopprimibile rischio investimento³⁰⁰.

5. Il crollo del mito dell'*homo oeconomicus*: trasparenza di condotta e politiche di “nudge”.

Leggendo tra le righe di ciò che si è detto finora, si possono già intravedere delle crepe nella teoria neoclassica.

La realtà smentisce la ricostruzione che l'economia (ed il diritto) fa del soggetto razionale; sembra, infatti, che, nel dettare le regole dell'investimento finanziario privato, il legislatore non abbia affatto considerato l'esistenza, nelle scelte dell'investitore, di una forte componente psicologica e di numerose variabili che caratterizzano l'agire umano di fronte all'informazione, ai rischi, al denaro, ai guadagni, alle perdite. Queste ultime dimostrano che le decisioni finanziarie sono costantemente influenzate da *bias* cognitivi ed errori di ragionamento, compiuti in modo pressoché automatico e inconsapevole. I comportamenti dell'uomo di fronte ad una scelta economica, quindi, non sono quasi mai razionali risultando, al contrario, influenzati da continui errori di ragionamento e di preferenze.

In sintesi: data una quantità più o meno importante di informazioni, la scelta dell'utente difficilmente corrisponderà all'ottimo paretiano che, per esistere, necessita di un equilibrio tra fattori impossibile da sperimentare nella realtà. L'*homo oeconomicus*, quindi, perde il proprio “coefficiente intellettuale”³⁰¹ e viene relegato a mito, assunto antropologico, favola, chimera, ipostasi ideologica³⁰².

²⁹⁹ A. BERCOVITZ RODRIGUEZ CANO, R. BERCOVITZ RODRIGUEZ CANO, *La protección jurídica del inversor en valores mobiliarios*, in *Estudio jurídico sobre la protección de los consumidores*, Madrid, 1987; J. SANCHEZ CALERO GUILARTE, F.J. TAPIA HERMIDA, *El abuso de información privilegiada*, in *Revista de derecho bancario y bursátil*, 1987, p. 754 ss.

³⁰⁰ Sul principio di trasparenza consacrato nella legislazione americana a partire dal 1933 e traslato in Unione Europea, si veda F. VALENZUELA GARACH, *La información en la sociedad anónima y el mercado de valores*, Madrid, 1993, p. 25 ss.

³⁰¹ Così definito da R. H. THALER, *Del homo oeconomicus al homo sapiens*, in *Themis 58 Revista de derecho*, p. 299 ss.

³⁰² Viene definito “mito” da A. GENTILI, *Il ruolo della razionalità cognitiva nelle invalidità negoziali*, cit., p. 98, e da S. ZAMAGNI, *Economia ed etica. La crisi e la sfida dell'economia civile*, cit., che lo individua anche come “assunto antropologico”; lo definisce “favola” G. GRISI, *Gli obblighi informativi quali rimedio dei fallimenti cognitivi*, cit., p. 60; “chimera” per F. GRECO, *L'onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all'information overload(ing)*, cit., p. 7; “ipostasi ideologica” è un'espressione coniata da A. ZOPPINI, *Le domande che ci propone l'economia comportamentale ovvero il crepuscolo del «buon padre di famiglia»*, cit. p. 13. Per Hayek, addirittura, può essere definito «la vergogna della famiglia».

Il crollo definitivo avviene con la nascita della *Behavioral Law and Economics*³⁰³, detta anche economia cognitiva o comportamentale³⁰⁴, la quale sostiene che, in condizioni di incertezza, e restando irrilevanti i gusti, un agente dispone di una limitata razionalità³⁰⁵: «i suoi comportamenti consistenti in scelte economiche (rilevanti come atti giuridici) perseguano una soluzione non ottimale ma semplicemente soddisfacente³⁰⁶, non scevra al caso da scopi altruistici, e la conseguano, nei limiti delle alternative disponibili, e sempre a condizione (la cui mancanza è un accidente comune) che egli abbia un sistema coerente e stabile di preferenze, attraverso semplificazioni comportamentali (*Heuristic*: intuizioni, abitudini, supposizioni) che incappano sistematicamente in errori (*Bias*), nonché solo nella misura in cui si riesca ad abbattere i costi transattivi, sociali o naturali (che sono invece un accidente oggettivo)»³⁰⁷. In condizioni reali le capacità negoziali delle parti sono asimmetriche e spingono ad accettare ciò che viene definito equilibrio sub-ottimale. I cd. “fallimenti cognitivi”, dunque, divengono

³⁰³ I primi articoli a consacrare la sua nascita sono: C. JOLLS, C. R. SUNSTEIN, R. H. THALER, *A behavioral approach to law and economics*, in *Stanford Law Review*, Vol. 50, 1998, p. 1477 ss.; ID., *Misbehaving. La nascita dell'economia comportamentale* (trad. it.), Torino, 2018: «Se leggete un manuale di economia, scoprirete che l' *homo oeconomicus* ha le facoltà intellettuali di Albert Einstein, una capacità di memoria paragonabile a quella del Big Blue, il supercomputer della IBM, e una forza di volontà degna di Gandhi...Ma le persone che conosciamo non sono così. Le persone vere riescono a malapena a fare una divisione lunga senza usare la calcolatrice...Non appartengono alla specie dell' *homo oeconomicus*, ma a quella dell' *homo sapiens*», ID., *La spinta gentile*, VI ed., Milano, 2018, p. 12 s.; R. POSNER, *Behavioral law and economics: A critique*, in *Economic Education Bulletin*, v. 8, 2002, p. 2, inizialmente scettico, e R. KOROBIN, *What comes after victory for behavioral law and economics?*, in *UCLA School of Law, Law-Econ Research paper*, n. 11-10, marzo del 2011 e ID., T. ULEN, *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, in *California Law Review*, 88, 2000, p. 1051 ss. Per una ricostruzione completa si veda R. E. SAAVEDRA VELAZCO, *Deconstruyendo al homo economicus Una revisión conductual de un paradigma del Law and Economics*, in *Ius et veritas*, 2011, p. 54 ss.

³⁰⁴ Con riferimento all'economia comportamentale applicata, in modo particolare, all'investitore (che prende il nome di “finanza comportamentale”) si veda G. LIACE, *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, in *Banca impr. soc.*, 2018, p. 445 ss.; ID., *La finanza comportamentale e l'effetto gregge*, in *Riv. dir. risp.*, 2020, p.1 ss.; ID., *L'investitore irrazionale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, p. 966 ss.; ID., *Sulle emozioni e le reazioni dell'investitore irrazionale*, in *Giur. comm.*, 2020, p. 140 ss., il quale analizza ogni *bias* (*home bias*, *status quo bias*, *acting bias*, *bias blind spot*, sono solo alcuni) e le cd. “euristiche” (disponibilità, rappresentatività, ancoraggio); N. LINCiano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail*, in *Quaderni di finanza CONSOB*, n. 66, gennaio 2010. Con riferimento al consumatore si veda, invece, G. ROJAS ELGUETA, *La correzione del mercato e la tutela del consumatore nell'approccio behavioral*, in *Annuario di Diritto dell'energia*, 2015, Bologna.

³⁰⁵ Sulla limitata razionalità si veda: H. A. SIMON, *Reason in Human Affairs*, Stanford, 1983 (ID., *Causalità, razionalità, organizzazione*, Bologna, 1985) e M. EGIDI, *Dalla razionalità limitata all'economia comportamentale*, in R. VIALE (a cura di), *Le nuove economie. Dall'economia evolutiva a quella cognitiva: oltre i fallimenti della teoria neoclassica*, Milano, 2005. Prima ancora J. ELSTER, *Ulisse e le sirene. Indagine sulla razionalità e l'irrazionalità*, Bologna, 1983, il quale riporta il cd. “paradosso di Ulisse”: l'eroe di Itaca, pur consapevole dei rischi cui andava incontro, scientemente scelse di udire il canto delle sirene. Così decidendo, Ulisse dimostrò di non essere un uomo pienamente razionale. Tuttavia, egli era astuto e, ben consapevole dei limiti della propria razionalità, chiese ai propri compagni di legarlo con nodi strettissimi (c.d. paternalismo *hard*) e non scioglierli nel suo stesso interesse, per nessun motivo (premurandosi di far tappare loro le orecchie con la cera).

³⁰⁶ S. RIZZELLO, A. SPADA, *Behavioral finance e finanza cognitiva*, in R. CATERINA (a cura di), *I fondamenti cognitivi del diritto*, Milano, 2008, p. 69.

³⁰⁷ A. GENTILI, *Il ruolo della razionalità cognitiva nelle invalidità negoziali*, cit., p. 98 ss.

“fallimenti di mercato” che, tuttavia, vengono risolti dalla BLE in modo nettamente diverso dalla teoria neoclassica che, invece, tende a ricondurli solo e soltanto ad un problema di asimmetria informativa³⁰⁸.

La svolta, che si potrebbe definire “realista”, imboccata dall’economia e dal diritto, si ravvisa nei numerosi interventi normativi tesi a correggere e tutelare le debolezze cognitive (intendere) e valutative (volere) dell’investitore³⁰⁹.

L’impatto maggiore però si manifesta nel concetto di “informazione”. Se la retorica del soggetto razionale aveva incentivato la politica di *disclosure*, al fine di fornire a questi quante più informazioni possibili (sebbene, ovviamente, chiare, precise e dettagliate) per superare il *gap* informativo ed indurlo a trovare da sé la via della scelta razionale, in questa fase si raggiunge la consapevolezza che, affinché tale *policy* funzioni, occorre che dette informazioni vengano fornite, poi lette, poi comprese e introitate e, infine, utilizzate per porre in essere comportamenti di investimento razionali. Ma le evidenze empiriche smentiscono tale ricostruzione.

Che l’informazione sia tutt’ora il centro delle politiche normative in campo bancario-finanziario lo denunciano le numerosi fonti legislative (e non) che si affaticano a chiarire/precisare/determinare le condizioni di contratto e le qualifiche degli strumenti e dei prodotti finanziari a disposizione. L’identificazione della tutela dell’investitore con la tecnica basata sulla somministrazione di informazioni precontrattuali è divenuta ben presto la chiave di volta della disciplina europea e nazionale, che si estende al versante contrattuale, regolando «soprattutto le tecniche di negoziazione, e non i singoli contratti che ne risultano»³¹⁰. Ciò che, tuttavia, si è reso evidente ben presto è che il continuo processo normativo, volto a perseguire una *disclosure* del mercato finanziario, non solo è una vera e propria «fatica di Sisifo»³¹¹, a causa dell’inventiva dei titolari dell’autonomia negoziale nell’elaborare sempre

³⁰⁸ V. ROPPO, *I paradigmi di comportamento nella disciplina del contratto*, in G. ROJAS ELGUETA e N. VARDI, *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, 2014, li chiama “fallimenti dell’autonomia privata”, dovuti a «fattori perturbanti, e di asimmetrie, che si manifestano su basi individuali e occasionali, non standardizzate né socialmente tipiche; e che si presentano come socialmente patologici rispetto alle fisiologiche condizioni soggettive di corretto esercizio dell’autonomia privata».

³⁰⁹ *Ivi*, p. 99 s., il quale propone come esempi, per quelle cognitive: art. 35 c. cons. sulla chiarezza e comprensibilità delle clausole dei contratti scritti tra professionisti e consumatori; disposizioni del t.u.f. sulla forma facilmente analizzabile e comprensibile del prospetto di offerta di strumenti e prodotti finanziari (art. 94, comma 1 e 2); disposizioni del c. cons. che inibiscono pratiche commerciali ingannevoli in quanto idonee a falsare cognitivamente il comportamento economico del consumatore medio (artt. 21 ss.); per quelle valutative: le disposizioni del c. cons. sulla comunicazione pubblicitaria intese a sfruttare la superstizione, o la paura, o a indurre comportamenti pregiudizievoli (artt. 29-31). In generale, tuttavia, l’autore sostiene che la limitata razionalità emerga nel nostro codice civile, nella parte dedicata al contratto, dove si ritiene sufficiente per la validità di quest’ultimo che la scelta economica tradottasi nel regolamento negoziale dia agli interessi una sistemazione soddisfacente. Infatti «l’errore non è causa di annullamento se non è essenziale (a prescindere dalla riconoscibilità). La minaccia non è causa di annullamento se crea solo disagio e non paura. La causa non è mai ritenuta mancante se il patto realizza in ragionevole misura gli interessi. I motivi non rilevano se non sono determinanti».

³¹⁰ A. GENTILI, V. CINTIO, *I nuovi “vizi del consenso”*, in *Contr. impr.*, 2018, p. 180.

³¹¹ A. IANNARELLI, *Il contraente risparmiatore*, cit., p. 76.

nuovi schemi contrattuali atipici, ma soprattutto, una volta emerso questo nuovo agente limitato razionalmente e debole, diviene controproducente³¹².

Se è vero che il mercato finanziario è, per ovvie ragioni, ad alto contenuto informativo, è ancor più vero che una dose eccessiva di informazioni, una c.d. *overdose*³¹³ (basti pensare al Regolamento Consob n. 16190/07, che ha recepito la c.d. MiFID contenente info di estremo dettaglio), in mano a soggetti che non sanno processarle, causa disturbo perché distoglie l'attenzione da ciò che è importante, genera distorsioni cognitive e altera le decisioni finali. In via esemplificativa, si potrebbe pensare all'immagine dell'ago nel pagliaio: l'informazione rilevante dovuta c'è, ma è celata sotto strati di informazioni di contorno. Il risultato è un'ipertrofia di comunicazioni che nasconde una forma di «disinformazione indotta»³¹⁴, dietro la quale è occultato il contraente forte che stordisce l'investitore con la copiosa informazione, ne vizia il consenso e riduce i margini delle proprie responsabilità.

Una volta presa coscienza della problematicità del tema si inizia, dunque, a comprendere che l'informazione non rileva per la sua quantità, bensì per la sua tipologia e per la qualità della stessa.

Dall'informazione "fredda" di Grisi, citata nel paragrafo precedente, si passa all'informazione "calda", evoluta, trasparente, capace di consigliare l'investitore su determinate scelte.

Continua, quindi, il percorso, iniziato (come si è detto) con la MiFID I ed il t.u.f. (in Italia), di trasformazione del concetto di "trasparenza" che da "valore-mezzo" diviene "valore-fine"³¹⁵. Al contempo si dà più importanza alla forma dell'informazione, sia nell'accezione di modalità di comunicazione che per la sua comprensibilità³¹⁶.

³¹² C'è infatti chi sostiene, a tal proposito, che «l'informazione fa male alla conoscenza» (parole del filosofo e operatore di borsa Nassim Nicholas Taleb riprese da U. MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *An. giur. econ.*, 2009, pp. 79 e 83) e che «nel suo affannoso rincorrere le verità, si carica di «non verità», di «sentito dire», di pressapochismi, quand'anche di falsità».

³¹³ In merito, G. DA EMPOLI, *Overdose. Le società dell'informazione eccessiva*, Vicenza, 2002; di «sovraaccesso informativo» discute, invece, M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, p. 142.

³¹⁴ Come sostiene A. ZOPPINI, *Eccesso di informazione e tutela degli investitori*, in *andrea zoppini.it*. Per V. LEMMA, *Informazione finanziaria e tutela dei risparmiatori*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013, «una realtà che allontana il momento cognitivo (che è alla base delle determinazioni relative alle scelte di investimento) dalla fase delle trattative commerciali e da quella contrattuale (e, quindi, dal singolo rapporto economico-giuridico di riferimento)». E. BATTELLI, *Diritto dei contratti e questione di razionalità economica*, in *Contr. impr.*, 2019, p. 11, ricorda che, a differenza di quanto sostenuto dalla tesi neoclassica, «l'informazione non è dato in sé neutrale ed obiettivo». F. GRECO, *L'onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all'information overload(ing)*, cit., p. 7, sostiene che sia un assunto ampiamente associato la «diretta proporzionalità tra il numero di informazioni ricevute e le ipotesi che ogni soggetto deve elaborare nel procedimento della loro selezione, conseguendone una grave disattenzione verso la realtà tangibile». D'altra parte, una eccessiva informazione può generare anche l'effetto c.d. di *overconfidence*, uno dei *bias* comportamentali più comuni nelle scelte di investimento che consiste nell'avere un indebito ottimismo nei confronti delle proprie capacità interpretative e di scelta (per approfondimenti si vedano tutte le opere di G. LIACE prima citate).

³¹⁵ E. MINERVINI, *La trasparenza contrattuale*, in *Contratti*, 2011, p. 982.

³¹⁶ Cfr. E. CAPOBIANCO, F. LONGOBUCCO, *La nuova disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*, cit.; d'altra parte, G. LIACE, *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, cit.,

In verità, in una prima fase di reazione immediata alla teoria neoclassica, che viene chiamata “paternalismo coercitivo o forte”, viene compressa l’autonomia privata dei soggetti, al fine di tutelare l’investitore, debole ed irrazionale, negando recisamente il concetto di “trasparenza”. Si è ritenuto che l’informazione fosse inutile perché qualunque livello di trasparenza fornito non sarebbe mai stato sufficiente a garantire adeguata protezione su investimenti in prodotti considerati pericolosi ed inadatti al pubblico *retail*. In sintesi: si evitano errori perché la scelta, nella forma e nella sostanza, non è più dell’investitore bensì dell’autorità pubblica³¹⁷ a cui è demandata l’individuazione del miglior interesse dello stesso.

Fallita detta linea interpretativa del “filtro pubblico”³¹⁸, che diveniva anche un freno all’innovazione ed alla competizione sui mercati finanziari, grazie alla BLE, si abbraccia la teoria del “paternalismo libertario” o “*nudge*”, ossia la teoria della “spinta gentile” di Richard Thaler e Cass Sunstein³¹⁹, secondo la quale il regolatore, attraverso le giuste informazioni (e sollecitazioni o “pungoli”), dovrebbe non imporre, autorizzare o vietare, ma semplicemente prevenire gli errori, incentivando a prendere le scelte ritenute più vantaggiose ed allo stesso tempo portando in equilibrio libertà di scelta, regole procedurali e garanzia di un assetto dinamico di mercato³²⁰.

evidenzia come il linguaggio utilizzato, il contesto, la presentazione sono tutti elementi che hanno un ruolo fondamentale nel processo di scelta dell’individuo in generale e dell’investitore nello specifico. L’inquadramento può essere creato tanto dall’individuo stesso, quanto dal terzo dal quale l’informazione deriva. Il modo in cui l’informazione è veicolata può generare l’effetto *framing*, cioè «l’effetto isolamento, in quanto la scomposizione del problema in componenti elementari può essere effettuata in diversi modi che portano situazioni equivalenti a sembrare diverse solo a causa del diverso inquadramento adottato» (così anche U. MORERA, E. MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole... ma soprattutto persone*, in *An. giur. econ.*, 2012, p. 41). Questo causa un’alterazione della propensione al rischio.

³¹⁷ F. VELLA, *La finanza è bella: regole per viverla meglio*, in *Analisi giuridica dell’economia*, 2012, p. 223 s., che lo definisce «paternalismo illuministico...nel quale il decisore pubblico si assume il compito di processare le informazioni, valutare i contenuti di un determinato investimento, e bloccare sul nascere ogni possibile trappola cognitiva», e riprende le parole della collega N. RANGONE, definendolo: una direzione di «comando controllo con obiettivi paternalistici che vieta certe attività per evitare gli errori». Un orientamento da sempre sostenuto dall’ *ex* Presidente dell’Autorità di Vigilanza inglese, Adair Turner (in *Securitisation, shadow banking and the value of financial innovation*, 19 aprile 2012, intervento alla SAIS della Johns Hopkins University). La teoria viene dalla stessa Autrice definita «dello spintone», contrapposta a quella della «della spintarella», ossia del *nudge*.

³¹⁸ In generale, sul concetto di paternalismo D. VAN DEVEER, *Paternalistic Intervention*, Princeton, 1986.

F. GRECO, *op. ult. cit.*, p. 7, rifugge qualsiasi forma di paternalismo che, sostiene, abbia raggiunto il massimo della visibilità con l’introduzione del prospetto informativo dei prodotti finanziari descritto, quest’ultimo, dal Presidente CONSOB Vegas, come «un contenitore che raccoglie tutte le informazioni sul prodotto e sul soggetto che lo ha emesso, [...] non si è dimostrato un mezzo idoneo a fornire una risposta efficace al bisogno di conoscenza [...] vittima di strumentalizzazione opportunistica da parte di emittenti ed intermediari, essendo approntato unicamente alla mera prevenzione di qualsivoglia responsabilità legale, ma, specialmente, essendo, il più delle volte un documento troppo lungo e difficilmente intellegibile, [che] non è riuscito a concretizzare, continuativamente, gli obiettivi per i quali era stato introdotto nel panorama ordinamentale» (discorso in occasione dell’incontro annuale con il mercato finanziario, del 9 maggio 2016).

³¹⁹ R. H. THALER, C. R. SUNSTEIN, *Nudge. Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*, New Heaven, Yale University Press, 2008 (trad. it. *Nudge. La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni su denaro, salute, felicità*, Milano, 2009).

³²⁰ A. ZOPPINI, *Le domande che ci propone l’economia comportamentale*, cit., p. 19. Per V. ROPPO, *I paradigmi di comportamento nella disciplina del contratto*, cit., p. 44, detto paternalismo può tranquillamente essere chiamato “regolazione” e va sostenuto perché espande e non comprime l’autonomia dei soggetti contraenti,

In quest'ottica, l'informazione rimane comunque il centro nevralgico delle politiche europee di *soft law* ma cambia veste, divenendo strumentale alla verifica del corretto adempimento delle condotte trasparenti. Non più, dunque, solo una trasparenza informativa, bensì una trasparenza di condotta³²¹. E ciò in quanto il *nudge* valorizza un approccio che concentra l'attenzione sulle caratteristiche del destinatario della regola, sul contesto in cui opera, sulle sue esigenze di apprendimento ed educazione verso sistemi più maturi di decisione e di consapevolezza dei propri diritti e doveri e diviene l'alternativa *market friendly* a forme regolative autoritarie.

Ed il banco di prova di questa nuova teoria è proprio il mercato finanziario con la nuova disciplina disegnata dalla MiFID II (Direttiva (UE) 2014/65)³²² nella quale, accanto al profilo della tutela informativa del cliente, si affiancano quelli nuovi relativi alla condotta ed alla organizzazione dell'intermediario. Ma ancora prima, la tutela si estende dalla fase di distribuzione del prodotto alla fase genetica nella quale questi vengono creati già per un *target* apposito di clienti³²³. Nascono le politiche di *cd. product governance* – e di *product intervention* –³²⁴ dove gli oneri (tanti) di fornire informazioni «corrette, chiare e non fuorvianti» (art. 24, par. 3) e le tradizionali verifiche di adeguatezza e appropriatezza sono rafforzati da tecniche di responsabilizzazione degli organi societari e degli intermediari durante l'intero ciclo di vita del prodotto, dalla fase di loro ideazione e realizzazione fino a quella post-vendita.

³²¹ G. BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, cit. p. 6.

In Spagna, la proposta, presentata dal Gruppo socialista, come disegno di legge sulla “Promozione della trasparenza nella contrattazione predeterminata” del 10 novembre 2017, affronta, per la prima volta, il “pieno riconoscimento” della trasparenza come principio e regola giuridica, secondo il modello europeo di protezione sociale dei consumatori e degli utenti; dando così il via al necessario adeguamento della nostra obsoleta legislazione per renderla conforme ai requisiti o al livello di protezione richiesto dall'Unione Europea. In questo modo, assegna “*carta de naturaleza*” al controllo della trasparenza come aspetto separato e distinto del controllo dell'abusivismo e lo estende al campo della legislazione speciale, in modo che l'applicazione del valore della trasparenza raggiunga anche i contratti tra imprenditori, i contratti di assicurazione e i clienti al dettaglio. Il valore della trasparenza viene così ulteriormente realizzato (F.J. ORDUÑA MORENO, C. SANCHEZ MARTIN, *La transparencia como valor del cambio social: su alcance constitucional y normativo*, cit.).

³²² Sui cambiamenti apportati dalla direttiva, in particolare sui nuovi doveri di comportamento dell'intermediario, si veda, ad esempio, L. PURPURA, *L'evoluzione “fiduciaria” dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento alla clientela al dettaglio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, p. 222 ss.; V. TROIANI, R. MOTRONI, *La Mifid II: Rapporti con la clientela-regole di governance-mercati*, Padova, 2016; R. COSTI, *Il mercato mobiliare: aggiornamento alla MIFID II*, Torino, 2018; F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di Mifid II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018; E. PEZZUTO, R. RAZZANTE, *MiFID II: le novità per il mercato finanziario*, Torino 2018; F. CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla Mifid II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, p. 72 ss.; R. ROBUSTELLA, *La tutela rafforzata dell'investitore nella MIFID II*, in *juscivile.it*, 2019.

³²³ S. MORLINO, *La product Governance nel regime Mifid 2*, in *dirittobancario.it*, p. 8, in cui si sostiene che la disciplina del governo di prodotti propone una regolamentazione della tutela del cliente anticipata alla fase di creazione del prodotto.

³²⁴ A. ANTONUCCI, *Le regole del mercato finanziario: la tutela del risparmiatore tra passato, presente e futuro*, cit., p. 39, sostiene, in realtà, che il rischio di distribuzione indiscriminata di prodotti complessi non viene gestito dalla trasparenza ma dal controllo della filiera degli stessi. J.F. CANALEJAS MERÍN, *Las obligaciones de gobernanza de producto en la MiFID II y su transposición al Derecho español*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2019, p. 1 ss.

Scalzato l'*homo oeconomicus*, resta l'investitore con tutti i suoi limiti umani da "limare" e le sue debolezze contrattuali da riequilibrare.

In merito, l'ordinamento spagnolo accoglie la virata intrusiva e paternalista del modello regolatorio della MIFID II³²⁵, inaugurando un processo di assimilazione dell'investitore al dettaglio al "consumatore o utente" attraverso l'attività giudiziaria tanto dei tribunali spagnoli di merito quanto del Tribunale Supremo. Le pronunce successive alla direttiva in questione, nel campo dei contratti bancari e dei servizi di investimento, nonché dei contratti dei consumatori, stanno incidendo sul diritto del consumo spagnolo e sulla teoria delle obbligazioni e dei contratti, in un'ottica di rafforzamento dei diritti dei consumatori e degli utenti. Si prospetta, dunque, un «*modelo de consumerización de los inversores*»³²⁶ più interventista che risponda alle esigenze di protezione di un gruppo di soggetti che, in condizioni di libero scambio, sembrano non possedere gli strumenti adeguati per tutelarsi da sé. Per tale ragione, sempre più spesso, si assiste da parte dei giudici spagnoli ad un'applicazione sistematica delle norme consumeristiche su controversie di natura finanziaria, incentivando ad una coesistenza tra le due normative di settore che deriva dal desiderio di accentuare le somiglianze a discapito delle differenze³²⁷.

³²⁵ A livello nazionale, il recepimento della MiFID II è stato lasciato nelle mani della Legge 14/2018, che modifica anche il TRLMV. A questo proposito, l'art. 49 ha riformato il contenuto dell'art. 209 del TRLMV relativo al dovere generale di informazione, stabilendo che «i soggetti che prestano servizi e attività di investimento devono in ogni momento tenere adeguatamente informati i propri clienti, in conformità alle disposizioni della presente legge, alle relative disposizioni di attuazione e al Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016». Da quanto detto, è evidente che alcune disposizioni sono state lasciate in attesa di un'evoluzione normativa, impegno successivamente affrontato dal RD 1464/2018 dove, nella sua quarta disposizione finale, si impegna anche a riformare profondamente il RD 217/2008.

³²⁶ Sul tema, N. MOLONEY, *The investor model underlying the EU's investor protection regime: consumers or investors?*, EBOR, vol. 13, 2012, p. 169 ss. Di avviso totalmente contrario, R. DI RAIMO, *Antecedenti e criteri ordinanti delle tutele nelle negoziazioni bancaria e finanziaria*, in E. LLAMAS POMBO, L. MEZZASOMA, U. RANA e F. RIZZO (a cura di), *La tutela del consumatore nella moderna realtà bancaria (profili internazionali)*, Napoli, 2020, p. 70, che parla di "finanziarizzazione del consumo". Le figure del risparmiatore/investitore e del consumatore che, tradizionalmente, erano distinte sulla scorta della insanabile differenza tra atto di consumo e atto del risparmio e dell'investimento vengono ricondotte ad unità. Non si è, però, trattato di una despecializzazione delle figure del risparmiatore o investitore e, quindi, di una loro consumerizzazione, bensì del consumerismo che muta profondamente in ragione della centralità assunta dal finanziamento per l'accesso dei consumatori al mercato. Ma anche in Spagna, A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *La protección del inversor en el mercado de capitales*, in J.C. SAENZ GARCÍA DE ALBIZU, F. OLEO BANET, A. MARTÍNEZ FLOREZ, *A Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*,., Navarra, 2008, p. 539 ss., ritiene illusoria la equiparazione tra atto di consumo e investimento poichè «*lo que se consume es capital o renta que ni se ahorra ni se invierte*». Così «*el más elemental sentido común repudia asociar el concepto de consumidor – es decir, de ese ser desvalido en que está pensando el legislador– con estos personajes (se refiere a los inversores) que de forma habitual toman posiciones en mercados monetarios o en los de renta fija o variable. (...) Tal personaje nunca será –a nuestro juicio– un consumidor típico*».

³²⁷ SAP Ourense (Sección 1.^a) 31 de julio de 2014 (caso NCG Banco/Preferentes Caixa Galicia); SAP Las Palmas (Sección 5.^a) 12 de julio de 2013 (caso Caja Madrid/Swap de intereses); SAP Madrid (Sección 14.^a) 2 de junio de 2014 (caso Bankia/Preferentes Caja Madrid). Poiché i servizi bancari e finanziari sono stati classificati come di uso comune, ordinario e generalizzato, il combinato disposto dell'art. 9 del Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios e dell'Allegato I del Regio Decreto 1507/2000, del 1° settembre porta a concludere che nei contratti con gli istituti di credito e le società di servizi di investimento si applica il «*principio de protección del consumidor bancario*» (così G. HERNÁNDEZ PAULSEN, *La obligación precontractual de la entidad de crédito de informar al cliente en los servicios bancarios y de inversión*, Madrid,

Non si deve, tuttavia, giungere alla conclusione semplicistica che quest'ultimo sia del tutto sprovveduto. Come si dirà a breve, la figura dell'investitore continua ad evolvere: una volta ricondotto alla sua versione "umana", occorre scandagliare il *pre*, cioè il momento precedente all'incontro con l'intermediario finanziario, per studiare i veri interessi alla base delle decisioni. Da qui emergerà il paradosso di chi, pur limitato razionalmente, è ben consapevole del contesto che lo circonda ed in cui opera.

6. Cambio di paradigma: lo sviluppo del consumo etico e sostenibile; dall'*homo oeconomicus* all'*homo ecologicus*.

La visione neoclassica del diritto del consumo o, più in generale, dello scambio, afferma, quindi, che è razionale solo l'agire dell'individuo che opera per un mero «calcolo egoistico» tra alternative «definite» e «detemporizzate», per soddisfare un proprio bisogno materiale attraverso il bene o il servizio. Sicché la scelta dell'agente assume significato soltanto nel momento dell'azione, nel qui ed ora. Irrilevanti sono invece gli effetti che la stessa produce nel tempo, così come le conseguenze che ne derivano sul mercato e sui terzi in genere³²⁸.

Eppure esistono delle scelte che deviano rispetto a questa razionalità e che, tuttavia, «irrazionali» non sono; scelte in cui difetta il calcolo egoistico e che non perseguono il risultato immediato ma, al contrario, si proiettano in un lungo orizzonte temporale e tengono in considerazione anche il loro impatto sulle generazioni future.

D'altronde, fin dall'etica smithiana l'interesse (che, nel caso di specie era quello dell'imprenditore nell'attività di impresa) sotteso alla produzione ed allo scambio non era considerato solo individuale, ma anche collettivo e sociale, improntato a finalità religiose e filantropiche³²⁹.

2014, p. 38; ma anche E. MUÑIZ ESPADA, *Adquisición de productos financieros y los riesgos de asimetría en la información*, in *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 2013, p. 3032, sottolinea che la protezione degli investitori dovrebbe essere intrapresa dalla prospettiva del lato debole della relazione). In merito ai problemi di coerenza di sistema e di compatibilità che si manifestano nell'applicare le normative settoriali di consumo e finanziaria alle stesse fattispecie, si veda A. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, *Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria*, in *Diario La Ley*, 2015.

³²⁸ Le considerazioni sono di C. MIGNONE, *Homo oeconomicus, homo ecologicus, homo digitalis. Towards a sustainable consumer law*, in un intervento tenuto presso l'Università del Salento, Lecce 10 maggio 2022, in occasione della *Summer School - Consumer Rights and Europe's Digital Future*.

³²⁹ A tal riguardo, A. SMITH, *The Theory of Moral Sentiments*, trad. it. di S. di Pietro, *Teoria dei sentimenti morali*, Milano, 2009, il quale sosteneva che i ricchi, «a dispetto del loro naturale egoismo e della loro naturale rapacità», «sono condotti da una mano invisibile a fare quasi la stessa distribuzione delle cose necessarie alla vita che sarebbe stata fatta se la terra fosse stata divisa in parti uguali tra tutti i suoi abitanti, e così, senza volerlo, senza saperlo, fanno progredire l'interesse della società (...). Nel benessere fisico e nella tranquillità mentale, tutti i diversi ranghi della vita sono quasi sullo stesso piano, e il mendicante che si crogiola al sole al margine della strada possiede quella sicurezza per la quale i re combattono». Lo stesso autore sosteneva, altresì, che «ci sono evidentemente alcuni principi della natura umana, che spingono a interessarsi al destino degli altri, a rendere la felicità altrui necessaria per la propria, nonostante non si derivi da essa null'altro che il piacere di vederla realizzarsi». Che Smith sia il portavoce e sostenitore del dominio dell'interesse egoistico è smentito da A. SEN,

L'economico non può, dunque, separarsi dall'umano. «La sfera economica non è né eticamente neutrale³³⁰ né di sua natura disumana e antisociale. Essa appartiene all'attività dell'uomo e, proprio perché umana, deve essere strutturata e istituzionalizzata eticamente»³³¹; di conseguenza, «anche il mercato, per funzionare bene, ha bisogno di presupposti antropologici ed etici che da solo non è in grado di darsi né di produrre»³³².

Etica ed economia, trad. it. di S. Maddaloni, Roma-Bari, 1988. Così anche P. CIOCCA, C. GALLI, E. ROTHSCILD, S. ZAMAGNI, *Dibattito su "Sentimenti economici. Adam Smith, Condorcet e l'Illuminismo"*, di Emma Rothschild, in *Riv. storia economica*, 2004, p. 231 ss., rilevano come Smith mai prese veramente sul serio la teoria della mano invisibile che, invece, venne gratuitamente interpretata nel senso che «l'interesse pubblico può emergere, sotto certe condizioni, dall'interazione libera di individui il cui sistema motivazionale non include affatto l'inclinazione al bene pubblico». Smith, di contro, sosteneva la diffusione delle cd. virtù civiche nel senso di «capacità delle persone di discernere l'interesse pubblico e della loro inclinazione ad agire in conformità ad esso», dalle quali dipende il buon funzionamento della società.

Più di recente, G. RESTA, *Gratuità e solidarietà: fondamenti emotivi e "irrazionali"*, in AA. VV., *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, 2014, p. 121 ss., il quale, nell'analizzare la logica del dono, si domanda se l'agire non egoistico possa essere considerato una deviazione dal comportamento razionale, o non rappresenti, invece, una forma di razionalità non riflessa nei paradigmi utilitaristici. E, in tal senso quale sia il ruolo delle emozioni nella spiegazione dei comportamenti che si discostino dalla massimizzazione. D'altronde, il problema per l'analisi economica del diritto era proprio giustificare perché i soggetti preferiscono i doni materiali e non in moneta che, a rigor di logica, dovrebbe consentire loro di massimizzare l'utilità del donatario (sul punto, in tema di perdita allocativa secca da regali di Natale, J. WALDFOGEL, *The Deadweight Loss of Christmas*, in *American Economy Review*, 83, 1993, p. 1328 ss.). Chi ha sostenuto una presunta dialettica tra soluzioni egoistiche e soluzioni altruistiche o solidaristiche, alla fine, dice F. DE NOZZA (in *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, cit., p.18, nota 25), ha semplicemente ridefinito delle modalità in cui può esplicarsi il razionale perseguimento dei propri scopi egoistici e, soprattutto, delle risorse utilizzabili a tale fine.

³³⁰ Il riferimento è di T. PADOA SCHIOPPA, *Governo dell'economia e contesto europeo*, in *Il Mulino/Europa*, 1994, p. 322. Così anche D. GAUTHIER, *Morals by agreements*, Oxford, 1986, p. 84, che concepisce il mercato come una «zona libera dalla morale» e come luogo in cui si realizza «l'ideale dell'anarchia morale». *Contra*, P. PERLINGIERI, *Relazione conclusiva*, in P. D'ADDINO, SERRAVALLE (a cura di), *Mercato ed etica*, Napoli, 2009, p. 217; ID, *Intervento*, in G. VETTORI, (a cura di), *Persona e mercato. Lezioni*, Padova, 1996 p. 107, il quale sostiene che un sistema fondato sulla solidarietà economica e politica, che richiede un contributo di tutti i cittadini secondo la capacità contributiva non è un ordine neutrale».

³³¹ Lettera Enciclica "Caritas in veritate", in *vatica.va.it*, 2009, par. 36, scritta dal Papa Emerito Benedetto XVI.

³³² «*Oeconomicae et pecuniariae quaestiones - Considerazioni per un discernimento etico circa alcuni aspetti dell'attuale sistema economico-finanziario*», in *vatican.va.it*, 2018, par. 24, preparato dalla Congregazione per la dottrina della fede con il Dicastero per il servizio dello sviluppo umano integrale e rilasciato il 6 gennaio 2018 e seguito dal convegno internazionale "Economy of Francesco", promosso dall'attuale Pontefice nel maggio 2019 e svoltosi online (dopo il posticipo imposto dall'esplosione della pandemia) nel novembre del 2020. Tali presupposti non possono essere generati dal mercato stesso il quale, se lasciato libero, crea bisogni conformi agli oggetti che produce, fagocitando la libertà e la capacità di critica della persona (P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-europeo delle fonti*, IV ed., vol. IV, Napoli, 2020, p. 193 ss., anche in relazione alle diverse accezioni di "mercato"). La società, invece, non mira solo a massimizzare la ricchezza ed a distribuirla ma persegue valori ed interessi diversi. Si impone, quindi, da parte del diritto come regolatore, la definizione di norme che legittimino, regolino e controllino il mercato. Questo perché il mercato non è naturale ma parzialmente artificiale, condizionato a livello storico dal contesto culturale e normativo in cui opera (P. PERLINGIERI, *Giustizia e misericordia*, in *pensareildiritto.it*, p. 2; ID., *La tutela del consumatore nella Costituzione e nel Trattato di Amsterdam*, in P. PERLINGIERI e E. CATERINI, *Il diritto dei consumi*, I, Napoli, 2005, pp. 10-12; anche N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 2004, p. 11 e V. SCALISI (a cura di), *Il ruolo della civilistica italiana nel processo di costruzione della nuova europa*, Milano, 2007, p. 48, lo definiscono entrambi *locus artificialis*). V. BUONOCORE, *Etica degli affari e impresa etica*, in *Giur. comm.*, 2004, p. 181 ss., nota che il mercato

D'altra parte, nella contingenza storica attuale, con gli strascichi di una pandemia ed il rischio imminente di un disastro climatico (senza menzionare, non una, bensì due guerre alle porte dell'Europa con i costi umani immaginabili) non si stenta a credere alla veridicità di tali assunti. Anacronistica risulta la ricostruzione neoclassica dell'analisi economica del diritto di un soggetto agente razionale ma soprattutto mosso da finalità puramente egoistiche³³³. Le vicissitudini degli ultimi anni sgretolano l'imperativo categorico della massimizzazione di utilità e il mito di un mercato autosufficiente, rendendo necessario un ripensamento del modello economico attuale, ormai insostenibile³³⁴.

Infatti, la realtà economica non può prescindere da motivazioni che esulano dalla logica del profitto e che superano l'interesse egoistico e meramente patrimoniale³³⁵. Se è vero che asserire che le persone non siano mosse sempre da un interesse patrimoniale non vuol dire che si comportino sempre in modo altruistico, è anche vero che la questione è se nell'agire umano vi sia una pluralità di motivazioni o se sia il solo interesse personale a guidare gli uomini³³⁶. La risposta pare scontata ed è la prima. Come sostenuto da un eminente studioso: «Non è capace di futuro la società in cui [...] esiste solo il “dare per avere”»³³⁷. Di questo ne dà testimonianza la stessa Carta Costituzionale italiana nella quale il valore della persona (principio personalista) è preminente rispetto alle esigenze del mercato che, di contro, deve essere servente al pieno e libero sviluppo della stessa³³⁸.

per funzionare ha bisogno della fiducia dei risparmiatori e per ottenerla occorre che questo sia «a disciplinato da regole che non sono in se stesse di natura economica ma si basano su principi e valori di natura etica: trasparenza, correttezza, informazione, rispetto per la persona a prescindere dal suo status. E questi principi può fissarli solo un'autorità che sia esterna all'arena del mercato ed estranea alla sua logica e che, di conseguenza non può non essere di natura politica, perché è il potere politico ad essere il tutore dell'interesse generale sia che assuma le sembianze del legislatore sia che svolga la funzione di vigilante e controllore» quindi, si potrebbe aggiungere, il compito spetta al diritto.

³³³ A tal riguardo R. COASE, *The Firm, The Market and The Law*, Chicago, 1988 (trad. it. *Impresa, mercato e diritto*, Bologna, 2006, p. 44) sostiene che «il razionale massimizzatore di utilità della teoria economica non ha punti di contatto con l'uomo sul bus per Clapham o, veramente, con alcun uomo o donna su un qualunque bus», nel senso che l'uomo “comune” non risponde in alcun modo al modello dell'agente razionale.

³³⁴ Per una narrazione dell'economia e della finanza diversa da quella tradizionale, orientata alla responsabilità sociale dell'impresa e dell'investitore, secondo i canoni della Chiesa Cattolica si veda M. CIAN, *Dottrina sociale della Chiesa, sviluppo e finanza sostenibili: contributi recenti*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 53 ss.

³³⁵ Già G. CAPOGRASSI, *Pensieri vari su economia e diritto*, in *Scritti giuridici in onore di Santi Romano*, Padova, 1940, p. 195 ss., sosteneva che il problema etico dell'economia è dovuto «alla concezione insufficiente ed erronea dell'atto economico come pura ed astratta attività di tornaconto». Lo stesso A. ZAMAGNI, *La lezione e il monito di una crisi annunciata*, cit., p. 301, parla di «disastroso convincimento in base al quale la liquidità dei mercati finanziari sarebbe stata un sostituto perfetto della fiducia», nell'ottica del perseguimento di risultati a breve termine, a discapito di valori come lealtà, integrità morale, relazionalità, fiducia.

³³⁶ A. SEN, *On Ethics and Economics*, Oxford, 1987; ID., *Markets and freedoms: achievements and limitations of the market mechanism in promoting individual freedoms*, in *Oxford Economic Papers*, 45, 1993, pp. 519-554; ID., *Development as Freedom*, Oxford, 2001, il quale, comunque, sostiene la complementarietà tra etica ed economia e nega che le conseguenze delle azioni umane debbano essere valutate secondo il concetto neoclassico di utilità o benessere, quanto secondo un ideale più a largo respiro cd. di “fioritura umana”, ossia ciò che oggi si chiamerebbe: qualità della vita.

³³⁷ S. ZAMAGNI, *Economia ed etica. La crisi e la sfida dell'economia civile*, cit., p. 16.

³³⁸ P. PERLINGIERI, in F. PEDRINI, P. PERLINGIERI, *Colloquio su (Scienza del) Diritto e Legalità costituzionale. Intervista al Prof. Pietro Perlingieri (Napoli, 27 giugno 2017)*, in *Rass. dir. civ.*, 2017, p. 1151 ss., dove la persona

La libertà³³⁹ che viene garantita al suo interno, tesa a sostenere «l'autonomia degli individui partecipanti allo scambio nella loro lotta di prezzo e concorrenza»³⁴⁰, è, per questo, ancorata ai limiti dell'art. 41 Cost. il quale, pur non discorrendo espressamente di mercato, lo presuppone e richiede che l'iniziativa economica privata sia tesa a realizzare l'utilità sociale, la libertà e la dignità umana.

Avere cura dell'altro fa parte del concetto di persona, sicché, accanto ai diritti, la Costituzione impone doveri inderogabili di solidarietà (art. 2 cost. principio di solidarietà costituzionale)³⁴¹, istituzionalizzando la cooperazione e collaborazione tra uomini e fornendo una base giustificativa a tutto ciò che va oltre il mero interesse egoistico: la generosità, il senso di appartenenza ecc.; un concetto, quello della solidarietà, dalle mille sfaccettature ma che, trasfuso nel rapporto obbligatorio dà vita proprio ad un contemperamento di interessi interindividuali nella prospettiva di «affievolimento del “dato egoistico” e non in quella economica della produttività»³⁴².

Nessuna sorpresa, allora, che la solidarietà tra persone evolva verso una solidarietà tra generazioni, in un'accresciuta consapevolezza dei bisogni dell'altro e sensibilità ambientale, seguendo il principio di «equità intergenerazionale»³⁴³. Detta nuova accezione è accolta nella nozione di “sviluppo sostenibile” coniata, per la prima volta, nel «Rapporto Bruntland» del 1987, quale «soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i

viene intesa dall'Illustre Autore quale «connessione essenziale in ciascun individuo della stima di sé, della cura dell'altro e dell'aspirazione a vivere in istituzioni giuste» (per una sintesi L. PALAZZANI, *Il concetto di persona*, Torino, 1996 e G. OPPO, *Declino del soggetto e ascesa della persona*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, p. 829 ss.). Il principio personalista è di «primaria rilevanza normativa; cardine del sistema ordinamentale, ne costituisce l'anima, ne garantisce l'unità» (P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., vol. II, p. 160 s.; ID. *Principio personalista, dignità umana e rapporti civili*, in *Annali SISDic*, 2020, p. 4 ss.).

³³⁹ Una libertà che, per lungo tempo, è stata proiezione dell'idea di proprietà come inviolabile (E. CATERINI, *La proprietà nel mercato europeo secondo le giurisprudenze superiori. Paralipomeni al volume sulla proprietà*, in L. MEZZASOMA, V. RIZZO, L. RUGGIERI (a cura di), *Il controllo di legittimità costituzionale e comunitaria come tecnica di difesa*, Napoli, 2010, p. 375 ss.).

³⁴⁰ M. WEBER, *Economia e società*, vol. I, trad. it., Milano, 1999, p. 77.

³⁴¹ Sul principio di solidarietà si veda, *ex multis*, P. PERLINGIERI, E. MESSINETTI, sub. Art. 2, in AA. VV., *Commento alla costituzione*, Napoli, 2001, p. 10 ss.; ID., *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., vol. II, p. 160 ss. e vol. IV, p. 209 ss.; ID., *La tutela del consumatore tra liberismo e solidarismo*, Napoli, 1999, per la differenza tra solidarietà costituzionale e solidarietà civilistica economica; R. DI RAIMO, *Date a Cesare (soltanto) quel che è di Cesare. Il valore affermativo dello scopo ideale e i tre volti della solidarietà costituzionale*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, p. 1082 ss.

³⁴² R. CICALA, *Produttività, solidarietà e autonomia privata*, in *Riv. dir. civ.*, 1972, p. 298. Si veda anche A. ALPINI, *Il principio di solidarietà e le c.dd. obbligazioni solidali*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, p. 995 ss.

³⁴³ V. RIZZO, L. MEZZASOMA, *Prologo*, in R. LORENZETTI, P. LORENZETTI, *Diritto ambientale*, Napoli, 2020, p. XIX s., con riferimento anche al principio di solidarietà come valore applicabile alle relazioni non solo tra individui ma anche tra Stati.

propri»³⁴⁴, e cristallizzato tra gli obiettivi dell'Unione Europea nell'art. 3 TUE³⁴⁵ come crescita economica equilibrata, piena occupazione, progresso sociale e tutela ambientale. L'idea è perseguire un'economia sociale di mercato che coniughi libertà di mercato e giustizia sociale³⁴⁶. La sostenibilità di una vitale economia di mercato necessita di una continua immissione di valori dall'esterno del mercato stesso³⁴⁷.

Il principi di sostenibilità, che pervade ormai ogni aspetto della realtà attuale e da cui origina lo sviluppo sostenibile, presuppone un'idea forte di tutela dell'individuo.

Entrambi i concetti sono dogmaticamente ambigui e polisemici³⁴⁸.

³⁴⁴ Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo (WCED), *Our common future*, Oxford, Oxford University Press, 1987. M. ADAMS, *The Future of Sustainability: Re-thinking Environment and Development in the Twenty-first Century* (2006), *Report of the IUCN Renowned Thinkers Meeting*, 29-31 January 2006. R. LORENZETTI, P. LORENZETTI, *Diritto ambientale*, Napoli, 2020, p. 111, sostengono che lo sviluppo sostenibile sia necessario per garantire un'eredità alle generazioni future con le quali non si possono stipulare contratti sociali ed economici in quanto ancora non esistono.

³⁴⁵ G. VETTORI, *Diritti fondamentali e diritti sociali. Una riflessione fra due crisi*, in *Contr. impr.*, 2011, p. 915 ss.; F. SCAGLIONE, *Il mercato e le regole della correttezza*, Padova, 2010.

³⁴⁶ Sull'economia sociale di mercato come modello si veda E. CATERINI, *Sostenibilità e ordinamento civile. Per una riproposizione della questione sociale*, Napoli, 2018, *passim*; L. DI NELLA, *La scuola di Friburgo o dell'ordoliberalismo*, in N. IRTI (a cura di), *Diritto ed economia. Problemi e orientamenti teorici*, Padova, 1999; A. SOMMA, *Giustizia sociale nel diritto europeo dei contratti*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2005, p. 75 ss.; F. FELICE, *L'economia sociale di mercato*, Roma, 2009. L'idea di questo modello, alla base dello sviluppo sostenibile, di poter coniugare istanze economiche e sociali ha suscitato varie critiche perché sembra un ossimoro: mercato e economia sociale sono prospettive storicamente per lo più alternative; perché formula vaga da riempire di contenuto e in quanto «motto di una visione ordolibérale intesa a conciliare l'intoccabile libertà economica con l'irrinunciabile giustizia sociale, facendo intervenire lo Stato, come regolatore, più spesso che come attore, solo laddove il mercato fallisce» (A. GENTILI, *Il ruolo della razionalità cognitiva nelle invalidità negoziali*, cit., p. 83 s.). *Contra* S. LANDINI, *Clausole di sostenibilità nei contratti tra privati. Problemi e riflessioni*, in *Dir. pubbl.*, 2015, p. 616, la quale si chiede quali siano i motivi che impediscano alle leggi economiche di operare secondo paradigmi che si concilino con valori della tutela della persona e della solidarietà sociale.

³⁴⁷ Così S. ZAMAGNI, *Dal liberalismo welfarista al welfare sussidiario: la sfida dell'economia civile*, cit., p. 9, il quale riprende gli insegnamenti di Don Luigi Sturzo, che nella sua opera "Economia e morale" del 1947, sostiene che: «L'utile che fa oggetto dell'economia è di carattere sociale ... L'oggetto dell'economia non è mai individuale, ma sociale, perché l'individuo preso da solo, operante da solo non esiste né può esistere; l'individuo è sociale ... Qui è il punto nel quale la morale incide nell'economia, quando l'individuo viene a domandarsi le ragioni e i limiti nell'uso dei beni».

³⁴⁸ Inizialmente, infatti, il concetto di sostenibilità era così evanescente da non venire considerato come paradigma normativo tale da guidare i *policy makers* nella realizzazione di attività concrete (S. CAMPBELL, *Green cities, growing cities, just cities? Urban planning and contradictions of sustainable development*, in *Journal of American Planning Association*, 62 (3), 1996, p. 296 ss.; R. BERKE e M. M. CONROY, *Are we planning for sustainable development? An evaluation of 30 comprehensive plans*, in *Journal of American Planning Association*, 66 (1), 2000, p. 21 ss.; non esiste un concetto univoco di sostenibilità e sviluppo sostenibile. C. MIGNONE, *Diritti e sostenibilità. una ricostruzione per immagini*, in *Actualidad Jurídica Iberoamericana*, 2021, p. 211, nota 9, ricostruisce tutte le definizioni che sono state date dei concetti: dall'autonomo principio di M. PENNASILICO, *Sviluppo sostenibile, legalità costituzionale e analisi 'ecologica' del contratto*, in *Pers. merc.*, 2015, p. 40 ss., al canone supremo di F. FRACCHIA, *Sviluppo sostenibile e diritti delle generazioni future*, in *Riv. quad. dir. amb.*, 2010, p. 41 ss., passando alla concezione economicista di M. LIBERTINI, *La responsabilità d'impresa e l'ambiente*, in *La responsabilità dell'impresa*, Milano, 2006, pp. 202-217, e dal criterio ermeneutico di G. PERLINGIERI, «Sostenibilità», *ordinamento giuridico e «retorica dei diritti»*. *A margine di un recente libro*, in *Foro nap.*, 2020, p. 101 ss., sino allo schema di soluzione del conflitto, tra interessi ambientali, sociali ed economici non componibile con strategie di bilanciamento di M. MONTEDURO, S. TOMMASI, *Paradigmi giuridici di realizzazione*

Pur avendo una matrice ecologica e ambientale³⁴⁹ questi sono stati trasposti ed adattati ad altri settori, assumendo un senso che inglobasse ambiente, società ed economia. La sostenibilità, in particolare, è un concetto che caratterizza ogni ordinamento, assicura l'equilibrio tra le istanze (egoistiche e finite) della persona e quelle (comunitarie ed imperiture) dell'umanità e impone un controllo sociale e democratico dell'economia (è, quindi, «l'in sé dell'utilità sociale dell'economia»)³⁵⁰.

del benessere umano in sistemi ecologici ad esistenza indisponibile e ad appartenenza necessaria, in AA. VV., *Benessere e regole dei rapporti civili. Lo sviluppo oltre la crisi*, Napoli, 2015, p. 194, e così via.; S. LANDINI, *Clausole di sostenibilità nei contratti tra privati. Problemi e riflessioni*, cit., p. 619, invece, definisce la sostenibilità come «un concetto integrato di altri valori, principi e dimensioni non solo giuridiche [...] anche in apparente contrasto tra loro, [...] che devono trovare un coordinamento secondo il criterio ordinante della proporzionalità». Interessante il *focus* che l'Autrice opera sulla sostenibilità nel diritto privato, apportando esempi (contratti di *franchising* in cui si richiede all'affiliato di adeguarsi a *standard* di ecosostenibilità) che dimostrano come i contratti si facciano promotori di istanze sociali e divengano strumento a salvaguardia di interessi generali. S. LA FORGIA, *Sostenibilità dell'ordinamento civile e sostenibilità dell'ordinamento sociale nella prospettiva del giuslavorista*, in *Amb. dir.*, 2021, p. 1 ss. per la sostenibilità nel diritto del lavoro.

³⁴⁹ Questa prima accezione viene ripresa alla prima conferenza sul clima, a Rio De Janeiro, nel 1992, dove lo sviluppo sostenibile assumendo il ruolo di principio di diritto internazionale (per l'evoluzione storico-giuridica del concetto si veda, ad esempio, E. SCATTOLA, *Sostenibilità e sviluppo sostenibile. Evoluzione del concetto*, 2010, Università Ca' Foscari di Venezia; L. PINESCHI, *Tutela dell'ambiente e assistenza allo sviluppo: dalla Conferenza di Stoccolma (1972) alla Conferenza di Rio (1992)*, in *Riv. giur. amb.*, 1994, p. 494 ss.; E. FERRERO, *Lo sviluppo sostenibile tra etica e diritto*, in *Amb. svil.*, 2021, p. 358 ss.). Con riferimento alla tutela dell'ambiente, in verità, lo sviluppo sostenibile è stato criticato in quanto considerato «un seduttivo e suggestivo *flatus*, come una sorta di luogo comune e/o di slogan incapace di vincolare i 'potenti della Terra' all'adozione di politiche concrete di protezione dell'ambiente» (R. FERRARA, *Etica, ambiente e diritto: il punto di vista del giurista*, in R. FERRARA, M. A. SANDULLI (a cura di), *Trattato di diritto dell'ambiente*, 2014, p. 45). Più di recente, la dottrina giusprivatistica ha offerto una lettura dell'art. 3 *quater* d.lg. n. 152/2006 (Codice dell'Ambiente, nel cui articolo riprende la definizione di sviluppo sostenibile) tutte le attività umane dovrebbero conformarsi al principio dello sviluppo sostenibile «affinché nell'ambito delle dinamiche della produzione e del consumo si inserisca altresì il principio di solidarietà per salvaguardare e per migliorare la qualità dell'ambiente anche per il futuro» (M. PENNASILICO, *Manuale di diritto civile dell'ambiente*, Napoli, 2014, p. 13). Così P. PERLINGIERI, *I diritti umani come base dello sviluppo sostenibile. Aspetti giuridici e sociologici*, in *La persona e i suoi diritti. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2005, p. 71 ss. e, prima del codice, A. LENER, *Ecologia, persona, solidarietà: un nuovo ruolo del diritto civile*, in N. LIPARI (a cura di), *Tecniche giuridiche e sviluppo della persona*, Roma-Bari, 1974, p. 333 ss.; attuale è l'inserimento dello sviluppo sostenibile in Costituzione. La legge costituzionale n. 1 del 2022, recante «Modifiche agli articoli 9 e 41 della Costituzione in materia di tutela dell'ambiente» (pubblicata nella Gazzetta ufficiale n. 44 del 22 febbraio 2022) ha riformato gli artt. 9 e 41 della Costituzione italiana. All'art. 9 Cost. viene aggiunto un ulteriore comma in cui si afferma che la Repubblica «tutela l'ambiente, la biodiversità e gli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni. La legge dello Stato disciplina i modi e le forme di tutela degli animali». L'interesse delle future generazioni crea una eco dello sviluppo sostenibile. Il nuovo comma va letto in una con l'art. 41 Cost. nel quale si precisa che «l'iniziativa economica privata non possa svolgersi in danno alla salute e all'ambiente», premettendo questi due limiti a quelli già vigenti, ovvero la sicurezza, la libertà e la dignità umana. Al terzo comma del medesimo articolo viene aggiunto che la legge può indirizzare l'attività economica, privata e pubblica anche a fini ambientali. Per uno dei primi commenti sul tema si veda G. SANTINI, *Costituzione e ambiente: la riforma degli artt. 9 e 41 Cost.*, in *Forum di Quaderni Costituzionali*, 2021, p. 460 ss. In tema anche, G. DE VICENTIS, *La evolución del concepto de desarrollo sostenible*, in *Revista electrónica de derecho ambiental*, 2012.

³⁵⁰ E. CATERINI, *La 'sostenibilità' nell'esperienza giuridica contemporanea. In occasione della discussione svoltasi nell'Ateneo barese*, in D.A. BENÍTEZ, C. FAVA (a cura di), *Sostenibilità: sfida o presupposto?*, Milano, 2019, p. 77 ss., spec. p. 88: «La sostenibilità dà rilevanza ed efficacia giuridica non solo alla giustizia tra le parti, ma anche a quella delle parti con la comunità di appartenenza [...] rende consustanziale il senso del dovere come debito verso il prossimo attuale e futuro. Essa è l'analisi sociale del diritto». Che lo sviluppo sostenibile debba andare oltre il mero valore ambientale e realizzarsi nel rispetto dei diritti umani per giungere alla libertà dal bisogno

La persona che opera in questo contesto così rinnovato viene investita, o meglio, si sente investita dal compito di fare delle scelte di consumo che fuoriescano dalla personale sfera di interesse e di cui sia possibile valutare l'impatto sistemico, ambientale, sociale.

Infatti, tra i pilastri della sostenibilità enunciati nel *World Summit* emerge la responsabilità sociale.

Una responsabilità che non coinvolge solo le imprese e gli operatori del mercato. Al contrario, irradia dal consumatore che da razionale e massimizzatore di utilità, diviene etico, critico e – per chi volesse sostenere l'esistenza di un dovere di comportamento sostenibile in capo allo stesso – anche responsabile³⁵¹.

Una nuova concezione di uno dei protagonisti del mercato che emerge anche nel nuovo modo di costruire Direttive e Regolamenti UE cd. di “seconda generazione” che promuovono il *consumer empowerment*, offrendo un modello di agente sempre consapevole ma, questa volta, non di ciò che è meglio per sé ma delle implicazioni economiche, ambientali e sociali delle sue scelte³⁵².

Queste ultime, quindi, divengono più complesse perché fatte da consumatori, che sono portatori di interessi complessi. Essi sono definiti etici o critici perché fanno acquisto di prodotti che non danneggiano l'ambiente e la società; perché sostengono imprese che agiscono in modo etico³⁵³, nonostante la difficoltà di riempire di contenuto il termine “etico”³⁵⁴; perché sono chiamati a promuovere e difendere un «consumo critico», laddove ciò che conta non è più solo il prezzo e la qualità del prodotto, bensì «la solidarietà tra produttori e consumatori e la sostenibilità (specialmente ambientale) della filiera produttiva»³⁵⁵. Questa forma di consumo consapevole e critico non è altro che la concretizzazione sul

e dall'ignoranza, lo sostiene P. PERLINGIERI, *Persona, ambiente e sviluppo*, in M. PENNASILICO (a cura di), *Contratto e ambiente. L'analisi “ecologica” del diritto contrattuale*, Napoli, 2016, p. 231 ss.; ID. *I diritti umani come base dello sviluppo sostenibile. Aspetti giuridici e sociologici*, in ID., *La persona e i suoi diritti. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2005, p. 71 ss.

³⁵¹ L'importanza di un comportamento responsabile del consumatore in vista del progresso sociale era stato, a suo tempo, già rilevato dal Direttore Generale del BIT, *Des valeurs à défendre, des changements à entreprendre*, in *lemondediplomatique.it*, Ginevra, 1994, p. 35, secondo il quale «*Le progrès social n'est plus seulement l'affaire des Etats; il sera de plus en plus l'affaire d'autres acteurs, et en particulier des entreprises de production et de distribution et des consommateurs*». Così anche H. W. MICKLITZ, *Squaring the circle? Reconciling consumer law and the circular economy*, in *Revue internationale de droit économique* 2020, p. 112, secondo cui «*In the globalised economy and society, in the law beyond the nation state, beyond the distinction between the public and the private, private responsibilities come into sharp focus*», dove le responsabilità private non sono riconducibili solo alle imprese o agli altri operatori di mercato ma anche ai consumatori.

³⁵² Si pensi, solo per fare un esempio, alla Direttiva (UE) 2012/27 del 25 ottobre 2012, sull'efficienza energetica, in cui, nel considerando 33, si parla di «responsabilizzazione dei clienti finali».

³⁵³ G. C. HARPER, A. MAKATOUNI, *Consumer Perception of Organic Food Production and Farm Animal Welfare*, in *British Food Journal*, 2004, p. 287 ss.

³⁵⁴ Il concetto di consumo etico trae origine dal movimento di tutela ambientale e dal consumo ecologico ma se ne discosta in quanto comprende una gamma più ampia di questioni e un processo decisionale più complesso per i consumatori che involgono anche *matters of conscience such as animal welfare and fair trade, social aspects such as labour standards, as well as more self-interested health concerns behind the growth of organic food sales* (O. M. FREESTONE, P. J. MCGOLDRICK, *Motivations of the Ethical Consumer*, in *Journal of Business Ethics*, 2008, p. 445 s.).

³⁵⁵ M. PENNASILICO, *Contratto ecologico e conformazione dell'autonomia negoziale*, in *Riv. quad. dir. amb.*, 2017, pp. 6 e 21.

piano degli scambi tra consumatore e professionista dell'idea di consumo sostenibile che gli Stati hanno definito come: «L'uso di beni e servizi che rispondono ai bisogni primari e forniscono una migliore qualità della vita, riducendo al minimo l'uso di risorse materiali, materiali tossici ed emissioni di rifiuti e di sostanze inquinanti nel corso del ciclo di vita, in modo tale che i bisogni delle generazioni future non siano messi a rischio»³⁵⁶.

Al consumo critico fa riscontro il commercio leale: l'attivismo a cui è chiamato il consumatore³⁵⁷ porta ad una reazione dell'impresa produttrice che, per non perdere quote di mercato, deve adeguare la sua *policy* ed i suoi prodotti alle esigenze ambientali e sociali dello stesso, con evidenti ricadute positive sulla collettività (basti pensare all'eliminazione dal mercato di prodotti contenenti olio di palma, poco gradito al pubblico, o all'incremento della produzione nel settore del biologico).

Così costruito il consumatore diviene soggetto attivo del rapporto. Pur non avendo perso la sua intrinseca debolezza nel singolo contratto (quindi, continua ad essere bisognoso di tutele) egli, come "categoria sociale" prende coscienza del suo ruolo di «arbitro del mercato»³⁵⁸, in grado di orientare i piani industriali e le linee di produzione delle imprese e di boicottare (letteralmente) i prodotti che non riflettono determinati valori³⁵⁹.

Secondo questa ricostruzione, allora, la capacità di un qualsiasi tipo di prodotto di soddisfare un bisogno non passa più solo attraverso la sua funzionalità, la sua struttura e la possibilità di goderne in modo pieno ed esclusivo ma deve rispecchiare altresì convinzioni personali del consumatore consapevole, che siano orientamenti politici, preferenze ambientali e di sostenibilità o sociali³⁶⁰. L'atto

³⁵⁶ Simposio di Oslo 1994 e definizione adottata dalla terza sessione della Commissione per lo Sviluppo Sostenibile (CSD III) nel 1995 (sul consumo sostenibile v. R. LORENZETTI, P. LORENZETTI, *op. cit.*, p. 167 ss.). c'è chi propone la ridefinizione di "sviluppo sostenibile" in "futuro sostenibile" proprio per incentivare una «decrescita controllata e programmata [...] può essere raggiunta, ad esempio, per effetto di azioni mirate volte ad ottenere una riduzione delle merci senza utilità e degli sprechi connessi ai processi produttivi» (E. FERRERO, *op.cit.*, p. 358).

³⁵⁷ Per il ruolo attivo del consumatore etico nel commercio equo e solidale vedasi S. LA PORTA, *I diritti del consumatore fraterno nell'ambito della cooperazione internazionale allo sviluppo. Profili giuspubblicistici del Commercio Equo e Solidale*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2006, p. 835 ss.

³⁵⁸ L'espressione è usata per individuare la responsabilizzazione del consumatore nel passaggio dalla tutela paternalistica della prima fase della disciplina consumeristica (manifestatasi, ad esempio, con la disciplina delle clausole vessatorie inizialmente inserita nel codice civile), ad una legislazione tesa al riequilibrio delle posizioni contrattuali in gioco [M. BARELA, *La consapevolezza del consumatore nella costruzione giuridica del mercato (rileggendo la pagina di Tullio Ascarelli)*, cit., p. 178].

³⁵⁹ P. PERLINGIERI, *Mercato, solidarietà e diritti umani*, in *Rass. dir. civ.*, 1995, p. 250: «Colta ed intelligente sarebbe quell'opinione pubblica che sapesse boicottare i prodotti che, pur avendo un minor costo, sono fabbricati da aziende che sfruttano il lavoro minorile»; P. MARCHETTI, *Boicottaggio e rifiuto di contrarre*, Padova, 1969; R. SASSATELLI, *Il ruolo politico dei consumi nel processo globale*, Bologna, 2004, p. 969 ss.

³⁶⁰ In ambito giurisprudenziale, un esempio concreto del valore che viene attribuito alle considerazioni sociali ed etiche che indirizzano le scelte dei consumatori si può vedere in Corte giust., 12 novembre 2019, c. 954/2019, *Organisation juive européenne, Vignoble Psagot Ltd. contro Ministre de l'Economie et des Finances* in Racc., in *curia.eu.*, nella quale si discuteva sull'interpretazione di alcune norme del Regolamento (UE) 1169/2011 sulla fornitura di informazioni sugli alimenti ai consumatori. Da premettere che detto Regolamento, nei *considerando* 3, 4, 29, riconosce che le scelte di consumo possano essere orientate da considerazioni anche di natura ambientale, sociale ed etica, oltre che economica e sanitaria. Il caso di specie riguardava alcune merci etichettate come prodotto

di consumo diviene un «atto assiologico»³⁶¹, nel quale il prodotto deve rispondere alle considerazioni etiche che ne hanno motivato l'acquisto e che giustificano, altresì, la disponibilità del consumatore al pagamento di un prezzo più alto pur di partecipare alla formazione di un mercato più equo e sostenibile³⁶².

La nuova consapevolezza del consumatore muta il concetto di qualità della merce e introduce al suo interno fattori nuovi che ne complicano la definizione. Basti pensare all'espressione "conformità sociale"³⁶³ la quale è stata coniata, in contrapposizione alla conformità legale, per individuare tutte le

in Israele ma prodotto effettivamente in Cisgiordania e Golan, territori che sono solo occupati da insediamenti israeliani dal 1967. La questione si incentrava sull'omissione di detta informazione come passibile di induzione in errore dei consumatori e valutata nell'ottica degli obblighi informativi imposti nel settore. La Corte ha manifestato una certa attenzione ai motivi che potevo aver spinto i consumatori ad optare per tale prodotto. I giudici hanno infatti evidenziato che « (...) gli insediamenti installati in alcuni dei territori occupati dallo Stato di Israele sono caratterizzati dal fatto di dare attuazione a una politica di trasferimento di popolazione condotta da tale Stato al di fuori del suo territorio, in violazione delle norme del diritto internazionale generato umanitario» e la mancanza di indicazioni espresse in tal senso ostacola una consapevole decisione di acquisto, in quanto prodotti provenienti da insediamenti che violano il diritto internazionale umanitario. La carenza di informazioni, dunque, ha impedito al consumatore di scegliere tra l'acquisto del prodotto o il suo "boicottaggio" per ragioni etiche. La decisione segue l'orientamento giurisprudenziale che vede nei diritti fondamentali della persona un limite all'esercizio delle attività economiche.

³⁶¹ A. QUARTA, *Per una teoria dei rimedi nel consumo etico. La non conformità sociale dei beni tra vendita e produzione*, in *Contr. impr.*, 2021, p. 524, la quale rileva come tradizionalmente la qualità della merce si determini in relazione alle caratteristiche estrinseche e intrinseche del bene, così come confermato dalle norme del codice civile sui vizi della cosa venduta e dalle regole sulla non conformità (dir. (CE) 99/44 con modifica dir.(UE) 2019/771). È un approccio che l'A. definisce "fisicalista", perché pone riguardo alle proprietà materiali del bene e orienta la disciplina della vendita al fine di usabilità, ossia ad una cosa che viene acquistata per raggiungere un dato obiettivo.

³⁶² A. QUARTA, *Per una teoria dei rimedi nel consumo etico. La non conformità sociale dei beni tra vendita e produzione*, cit. p. 529, precisa che: « i valori che ispirano un atto di consumo assiologico non esprimono semplici gusti o capricci, ma sovente rivelano l'attenzione del consumatore verso il rispetto di determinati diritti, siano essi relativi a persone, a soggetti non umani, o all'ambiente. L'atto di consumo assiologico è quindi presidiato da norme imperative di diritto pubblico». Per il rilievo della sostenibilità nel diritto del consumo: H. COLLINS, *Conformity of Goods, the Network Society, and the Ethical Consumer*, in *European Private Law*, 2014, p. 619 ss.; così anche H. W. MICKLITZ, *Squaring the circle? Reconciling consumer law and the circular economy*, cit. p. 125, che chiosa: «Sustainability should be made one of the founding principles of consumer law». Per un approfondimento del tema nel settore della moda v. R. E. CERCHIA, K. PICCOLO, *The Ethical Consumer and Codes of Ethics in the Fashion Industry*, in *Laws*, 2019, p. 1 ss.

³⁶³ A. PLAIA, *La garanzia convenzionale nella vendita al consumo*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, p. 10155 ss.; in tema di conformità del prodotto, l'incentivo al consumo sostenibile ed all'economia circolare si rinviene anche nella Dir. (UE) 2019/771 sulle vendite, che, nei Considerando n. 32 e 48 rimanda ai concetti di durabilità e sostenibilità che dovrebbero divenire criteri da enfatizzare nel momento in cui il consumatore deve scegliere tra riparazione o sostituzione. Il *right to repair* non può non essere visto come rimedio che incentiva al riutilizzo e, quindi, alla gestione accorta delle risorse (A. BARENGHI, *Osservazioni sulla nuova disciplina nella vendita di beni di consumo*, in *Contr. impr.*, 2020, p. 806 ss.; M. BEGHINI, *I rimedi della riparazione e della sostituzione nella Direttiva 2019/771/UE*, in T. DALLA MASSARA (a cura di), *La vendita di beni mobili*, Pisa, 2020, p. 323).

Attualizzando il tema, il 16 aprile 2024, il Parlamento ha approvato in via definitiva la Direttiva sul cd. "diritto alla riparazione" la quale punta a fornire incentivare i consumatori a prolungare il ciclo di vita dei prodotti scegliendo, appunto la riparazione (Direttiva (UE) 2024/... del Parlamento Europeo e del Consiglio del ... recante norme comuni che promuovono la riparazione dei beni e che modifica il regolamento (UE) 2017/2394 e le direttive (UE) 2019/771 e (UE) 2020/1828, in europarl.europa.eu/news/it/press-room/20240419IPR20590/diritto-alla-riparazione-riparazioni-piu-facili-e-vantaggiose-per-i-consumatori). Il considerando n. 3 prevede, a tal proposito: «Al fine di ridurre lo smaltimento prematuro di beni funzionali acquistati dai consumatori e incoraggiare questi

caratteristiche delle merci che esulano dal loro funzionamento e involgono considerazioni etiche, ecologiche o sociali (ossia la “qualità sociale” delle stesse). L’idea alla base della stessa è che la garanzia del venditore possa estendersi oltre a quelle legali per difetto di funzionamento del prodotto, assumendosi il rischio anche di qualità sociali del bene che il consumatore si aspetta vengano soddisfatte³⁶⁴.

L’emersione dei nuovi interessi non patrimoniali in capo al soggetto agente spinge parte della dottrina³⁶⁵ a sostituire, o meglio, ad affiancare alla CSR (*Corporate Social Responsibility*) delle imprese la CSR (*Consumer Social Responsibility*) in cui il consumatore supera il semplice consumo etico o morale e diviene propulsore economico di scelte socialmente responsabili, ma sempre volontarie, delle

ultimi a usare i beni più a lungo, è necessario rafforzare le disposizioni connesse alla riparazione dei beni, consentendo ai consumatori di chiedere una riparazione a prezzi accessibili da parte del prestatore di servizi di riparazione di loro scelta. La riparazione dovrebbe tradursi in consumo sostenibile, in quanto è probabile che comporterà una riduzione dei rifiuti provenienti dai beni scartati, una minore domanda di risorse, compresa l’energia, per la fabbricazione e la vendita di nuovi beni che sostituiscono quelli difettosi, e una riduzione delle emissioni di gas a effetto serra. La presente direttiva promuove il consumo sostenibile al fine di generare benefici per l’ambiente, favorendo un ciclo di vita dei beni che comprenda il riutilizzo, la riparazione e il ricondizionamento, ma anche per i consumatori, evitando loro i costi associati ai nuovi acquisti a breve termine». Già in precedenza, come preludio, si era proposto un passaporto digitale di ecosostenibilità dei singoli prodotti che incentivasse il costruttore a costruirli durevoli, affidabili, riutilizzabili, migliorabili, riparabili e riciclabili e più facili da gestire in termini di manutenzione. Ciò attraverso una proposta di regolamento 16723/23 del 19 novembre (consilium.europa.eu/media/69109/st16723-en23.pdf) che punta altresì a contrastare la distruzione indiscriminata dei prodotti invenduti.

³⁶⁴ Inoltre, i disegni di legge italiani volti ad istituire un marchio sociale (*social labelling*) rendono concreta la possibilità che le qualità sociali di un prodotto possano divenire *standards* legali e venire inseriti a pieno titolo nella garanzia di conformità al contratto e non più solo lasciati alla libera scelta dell’impresa. La conseguenza sarebbe, ovviamente, l’imperatività della norma e la nullità del contratto in violazione della stessa. La conformità sociale nel campo dei beni di consumo potrebbe, così rappresentare la chiave di accesso della rilevanza della persona e avere riscontro anche in tema di tutela risarcitoria (A. PERULLI, *Brevi note sulla certificazione di conformità sociale dei prodotti*, in *Dir. relaz. ind.*, 2000, p. 27 ss.) Basti pensare all’Ecolabel, introdotto con Regolamento (CEE) n. 880/1992 del 23 marzo 1992, ora al Regolamento (CE) n. 66/2010, il quale ha natura di incentivo e non di coercizione poiché viene assegnato solo su richiesta ai prodotti che hanno le caratteristiche delineate a priori.

³⁶⁵ F. VESSIA, *La responsabilità sociale delle imprese e dei consumatori*, in *federalismi.it*, 2019, p. 4. Stesse considerazioni in M. CASTELLANO, *La Responsabilità Sociale d’Impresa*, e M. DI RIENZO, *Dalla responsabilità sociale di impresa a quella del consumatore*, entrambi in M. CASTELLANETA, F. VESSIA (a cura di), *La responsabilità sociale di impresa tra diritto societario e diritto internazionale*, Napoli, 2019, p. 6 ss.

imprese. Prima di essere consumatore, questo soggetto è cittadino, anzi, persona³⁶⁶, e come tale orienta le proprie scelte in prospettiva sociale (si parla di *consumer as citizen* o *citizen-consumer*)³⁶⁷.

Anzi, occorre usare cautela nell'incasellare i soggetti in categorie, strutturate come comparti stagni (consumatore, imprenditore, cliente etc.) e classificate dalle qualità socio-economiche di questi. Il rischio, infatti, è che emerga «un uomo senza qualità, pensato per un ordine economico e giuridico che ha necessità di rapporti semplificati, compatibili con la logica degli scambi del tempo»³⁶⁸. Ossia, il pericolo è che scompaia l'uomo.

L'unico *status* ammissibile è lo *status personae*, ovvero lo *status* della persona fisica³⁶⁹.

A riprova di ciò, il fatto che le antecedenti riflessioni, sebbene inserite nella nuova teoria del consumo (quindi destinate al "consumatore", producono una eco anche nel settore del mercato bancario e finanziario, ed in particolare nelle scelte di investimento dei soggetti agenti dove si assiste a due fenomeni.

Il primo vede la nascita e l'espansione della finanza sostenibile e di impatto in qualità di offerente di investimenti socialmente responsabili e investimenti ESG, al fine, quantomeno apparente, di dare seguito alle esigenze non patrimoniali di sostenibilità degli investitori.

Il secondo, invece, nasce nel mondo tradizionale della finanza ma manifesta il suo potenziale attuativo in quello della finanza sostenibile. Il riferimento è alla responsabilizzazione dell'acquirente

³⁶⁶ Per una critica al concetto di consumatore come *status* si veda P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., p. 233 ss., il quale sostiene che, a differenza degli *status* di cittadino e di persona, quello del consumatore è legato alle «circostanze concrete ed alle effettive modalità di contrattazione». Un conto è il consumatore di prodotti finanziari, un altro è il consumatore del mercato immobiliare. Non è detto, inoltre, che una posizione di debolezza non possa trovare riscontro anche in colui che consumatore non è (P. PERLINGIERI, *La tutela del consumatore tra normative di settore e codice del consumo*, in G. CAVAZZONI, L. MEZZASOMA, V. RIZZO (a cura di), *Il diritto dei consumi: realtà e prospettive*, Napoli, 2008, p. 15 ss.; così anche G. ALPA, *Le clausole abusive nei contratti dei consumatori*, in *Corr. giur.*, 1993, p. 639 ss., che lo definisce «*status sui generis*», da accertare secondo il caso concreto. La definizione che di esso viene data, sostiene il Prof. Perlingieri, è di scarsa utilità perché meramente descrittiva. La qualità di consumatore «è soltanto un aspetto della persona, un aspetto parziale di una realtà complessa, ove gli individui non possono essere distinti esclusivamente tra produttori e consumatori, giacché sono innanzitutto uomini» (P. PERLINGIERI, *La tutela del consumatore tra liberismo e solidarismo*, cit., p. 307; ID., *La tutela del consumatore nella Costituzione e nel Trattato di Amsterdam*, cit., p. 22 s.). Per un approfondimento in merito a similitudini e sovrapposizioni tra consumatore e cittadino europeo si veda N. REICH, *Il consumatore come cittadino – il cittadino come consumatore: riflessioni sull'attuale stato della teoria del diritto dei consumatori nell'Unione Europea*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2004, p. 345 ss. In Spagna, L. DíEZ-PICAZO, *¿Una nueva doctrina general del contrato?*, in *Anuario de derecho civil*, 1993, p. 1708, il quale sostiene che «*consumidor*» non sia una condizione personale, pertanto non esiste un ostacolo nel considerare tale un imprenditore nel caso in cui contratti beni o servizi che non sono destinati al processo economico in cui lo stesso lavora (quello che per l'ordinamento italiano sarebbe un *prosumer*).

³⁶⁷ M. MICHELETTI, *Consumer choice as political participation*, in *Statsvetenskaplig Tidskrift*, 2002, p. 218 ss. e I. GARCIA ESPEJO, A. NOVO VAZQUEZ, *La emergencia del «consumidor consciente»: un analisis de la participacion politica a traves de las decisiones de compra*, in *Reis (Rev. Esp. Investig. Sociol.)*, 2017, p. 59 ss.; così anche M. FOLTYN ZARYCHTA, R. O. ZERBE, *The economics of CSR: the role of citizen-consumer mix in the social responsible investing*, in M. CASTELLANETA, F. VESSIA (a cura di), *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale*, p. 87 ss.

³⁶⁸ G. VETTORI (a cura di), *Contratto e concorrenza*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, p. 765.

³⁶⁹ P. PERLINGIERI, *Interesse non patrimoniale e contratti*, in *Annali fac. econ. Benevento*, 2012, p. 27.

degli strumenti finanziari, al quale si impone l'obbligo di informarsi preventivamente ed esaustivamente circa il rischio dei prodotti finanziari, di rendere informazioni veritiere e dettagliate sulla propria esperienza e competenza finanziaria e, di conseguenza, di accollarsi le perdite da investimento rischioso ove non rispettati i precedenti obblighi. Nel campo di afferenza della ricerca, si aggiungono anche i "doveri" di rendere informazioni sulle proprie preferenze etiche, sociali e ambientali e, secondo alcuni, di «accollarsi le perdite derivanti dall'acquisto di prodotti etici o socialmente sostenibili se risultati congruenti con il proprio profilo di rischio e/o con la propria "impronta ecologica"»³⁷⁰.

7. Il ruolo dell'intermediario finanziario. I soggetti coinvolti nel nuovo sistema della finanza sostenibile

Il rapporto giuridico è la relazione tra due o più situazioni soggettive. Ne consegue che si possa parlare di rapporto giuridico solo se alla situazione soggettiva numero uno si intreccia la situazione soggettiva numero due. Pertanto, al soggetto risparmiatore/investitore, che acquista i prodotti finanziari sostenibili, deve corrispondere un soggetto che li promuove, in un rapporto di compravendita/mandato, dipendendo dalla conformazione dello stesso la sua riconduzione ad una categoria piuttosto che all'altra. Il riferimento è, ovviamente, alla figura dell'intermediario finanziario. Tanto all'intermediario produttore/emittente dello strumento finanziario, quanto all'intermediario meramente distributore, quanto, infine, all'intermediario anche beneficiario della raccolta di capitale dovuta allo strumento finanziario.

Così come il cliente, anche questo soggetto non è rimasto uguale a sé stesso nel tempo, né per definizione né per disciplina. In un primo momento, infatti, l'intermediazione finanziaria così come il finanziamento del sistema produttivo sono stati monopolio delle banche, a causa di una inerzia legislativa giustificata dalla cd. "monocultura del mutuo"³⁷¹ e dal poco rilievo dato alla quasi inesistente attività di intermediazione finanziaria non bancaria, per lo più limitata a esercizio del credito svincolato dalla raccolta del risparmio tra il pubblico (nella quale bastava la partecipazione consapevole dei soggetti interessati perché fosse legittima).

Tuttavia, a partire dagli anni '70, il desiderio di apportare al mercato mobiliare nuovi capitali provenienti dal pubblico risparmio, al fine di finanziare le imprese e di farlo rendendo trasparenti le procedure, giustifica un cambio di rotta da parte del legislatore e la nascita di una prima figura di intermediario finanziario "tipico", con una organizzazione specifica e l'offerta di prodotti e servizi tipici, tra i quali proprio la raccolta di fondi destinati a fini speculativi, soggetti al rischio dell'investimento (c.d. risparmio di rischio)³⁷². In parallelo, negli stessi anni, inizia l'elaborazione della disciplina del

³⁷⁰ F. VESSIA, *La responsabilità sociale delle imprese e dei consumatori*, cit., p. 9.

³⁷¹ G. VISENTINI, *L'evoluzione del sistema finanziario italiano. I problemi attuali*, Milano, 1995, p. 6 ss.

³⁷² Sull'evoluzione fino agli anni 2000, cfr. U. BELVISO, *Gli "intermediari finanziari" (tra storia e nomenclatura)* in *Giur. comm.*, 2000, p. 165 ss.

servizio più caratterizzante l'attività dell'intermediario finanziario, ovvero la consulenza; originariamente non riservata ad una categoria particolare di soggetti, e quindi esercitabile liberamente da chiunque, inizia ad irregimentarsi, seguendo l'evoluzione delle figure professionali ad essa autorizzate, a loro volta soggette a regimi tutt'altro che omogenei³⁷³. Prende avvio, dunque, la tendenza all'emanazione di discipline di settore esaustive che coprano tutti i profili dell'intermediazione finanziaria e mobiliare.

A partire dalla legge 2 gennaio 1991, n. 1, infatti, la netta separazione tra la banca e tutto il resto del mondo della intermediazione comincia a sfumare grazie all'estensione del concetto di polifunzionalità all'intero settore bancario-finanziario³⁷⁴, sancendo la medesima regolamentazione per le SIM (Società di intermediazione mobiliare) e le banche. Aumenta il novero degli investitori tradizionali, tra cui spiccano le SICAV (Società di investimento a capitale variabile), d.lg. 25 gennaio 1992, n. 84, ed i fondi comuni di investimento mobiliare chiusi (l. 14 agosto 1993, n. 344), contrapposti alle imprese di investimento (società di intermediazione mobiliare e banche). Il risparmio incomincia a “finanziarizzarsi” grazie alla privatizzazione ed alla despecializzazione dell'attività del sistema bancario. Si assiste, da un lato, a banche che passano dal c.d. *originate to hold* al c.d. *originate to distribute* e, dall'altro, alla deviazione del risparmio dal deposito all'investimento finanziario.

La riforma del Titolo V della t.u.b. dedicato ai soggetti operanti nel settore finanziario, ad opera del d.lg. 13 agosto 2013, n. 141, punta a lasciare operativi solo soggetti che assicurino l'affidabilità e la correttezza nell'attività imprenditoriale, introducendo modelli di controllo più efficaci. Decade l'articolazione disciplinare che aveva visto definire la categoria degli intermediari a mezzo della condizione formale, quale l'iscrizione nell'albo di cui all'art. 106 t.u.b., generale, speciale a seconda dell'attività se fosse esercitata nei confronti del pubblico o meno³⁷⁵. L'intermediario è polifunzionale, offre tutti i servizi di gestione dei patrimoni, su base individuale e collettiva. Offre, quindi, anche servizi di investimento ai sensi dell'art. 18, comma 3, t.u.f.; la medesima norma individua coloro i quali possono prestare il servizio di consulenza (persone fisiche e giuridiche) che, a sua volta, con il d.lg. n. 164/2007, cessa di essere un servizio accessorio e viene annoverato tra i servizi e le attività di investimento (art. 1,

³⁷³ Art. 1, comma 5 *septies*, t.u.f.: «Il servizio di consulenza in materia di investimenti consiste nella prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento riguardo una o più operazioni relative a strumenti finanziari. La personalizzazione implica che le indicazioni siano adatte al cliente, ossia basate sulle sue caratteristiche e richieste». Sull'evoluzione della disciplina, M. STELLA RICHTER, *Dalle mobili alle nobili frontiere della consulenza finanziaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, p. 165 ss.

³⁷⁴ La riforma è indispensabile per una tutela del risparmio a tutto tondo *ex art. 47 cost.* «che copra tempestivamente ed efficacemente i varchi che l'innovazione finanziaria apre nella rete di salvaguardia predisposta dal legislatore» (M. SEPE, *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, p. 40).

³⁷⁵ Per una maggiore precisione storica della fase evolutiva si veda V. TROIANO, *I soggetti operanti nel settore finanziario*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano, 2019, p. 365 ss.

comma 5, t.u.f.). Le SGR (Società di gestione del risparmio), ad esempio, vengono abilitate alla sola gestione di portafogli e consulenza in materia di investimenti³⁷⁶.

Allo stesso tempo, coloro che effettuano consulenza finanziaria non per forza devono essere intermediari, potendo essere anche persone fisiche in possesso di determinati requisiti, i cd. consulenti finanziari indipendenti³⁷⁷. Ciò non li esime dal rispetto di regole di comportamento tra cui i già più volte citati obblighi informativi, di identificazione e comunicazione di eventuali conflitti di interessi etc.³⁷⁸. Anzi, la “*Retail Investment Strategy*”³⁷⁹ del 24 maggio 2023, nel perseguimento dell’obiettivo di accrescere la partecipazione, la tutela e, soprattutto, la fiducia degli investitori al dettaglio considerati, a giusta ragione, uno dei pilastri del mercato finanziario, interviene a trecentosessanta gradi sulla normativa finanziaria, ed in particolare, sulla disciplina della consulenza finanziaria, rafforzando, soprattutto, «la valutazione di appropriatezza e adeguatezza che accompagnano necessariamente l’effettuazione di raccomandazioni personalizzate. Si innalza, pertanto, il livello di qualità della fornitura di consulenza finanziaria che, come forma di articolazione più ricorrente del rapporto tra cliente e intermediario, deve essere esperta, imparziale e semplificata nelle informazioni sui prodotti di investimento.

³⁷⁶ Per una ricostruzione puntuale su tutti i soggetti (SIM, SGR etc.) e le evoluzioni normative della intermediazione finanziaria si veda, M. PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *op.cit.*, p. 387 ss. e ivi altra bibliografia. Per le SGR, in particolare, V. LEMMA, *Le società di gestione del risparmio (SGR)*, nella stessa opera, p. 413 ss.

³⁷⁷ Proprio con riferimento alla possibilità che la consulenza finanziaria sia a carico anche di persone fisiche, è interessante citare il caso Spagna, con un’importante novità riguarda le imprese di consulenza finanziaria. La particolarità deriva dal fatto che l’art. 4.1.1 della Direttiva MiFID II stabilisce che le imprese di investimento sono persone giuridiche. Invece, il precedente art. 143.5 *Ley de Mercado de Valores* 2015 indicava che le imprese di consulenza finanziaria potevano essere persone fisiche o giuridiche. Il nuovo art. 128.1.d) della Ley 6/2023, de 17 de marzo, de *los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión*, ha incorporato la necessaria correzione, indicando che anche queste ultime devono essere persone giuridiche. Tuttavia, alla luce di questa circostanza, è stata inserita un’innovazione a livello nazionale, costituita dalle cc.dd. imprese di consulenza finanziaria nazionale, che possono effettivamente essere persone fisiche. A tal fine, e fatto salvo il necessario sviluppo a livello del Real Decreto, l’art. 128.5.a) LMVSI stabilisce che esse possono svolgere le stesse attività di cui all’art. 128.1.d) LMVSI. Si tratta essenzialmente della consulenza in materia di investimenti (art. 125.1.g, LMVSI). La particolarità è che tali servizi possono essere prestati solo in Spagna. In caso contrario, si tratterebbe di imprese di consulenza finanziaria ai sensi dell’art. 128.1.d) LMVSI e, di conseguenza, dovrebbero essere persone giuridiche per soddisfare i requisiti del diritto derivato dell’Unione europea. Allo stesso modo, nella misura in cui tale normativa riserva lo status di impresa di investimento alle persone giuridiche, le imprese di consulenza finanziaria nazionali non possono avere lo status indicato (sul tema, M. GIMENO RIBES, *La riforma del mercato mobiliare in Spagna*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 858 ss.).

³⁷⁸ I requisiti, professionalità, onorabilità, indipendenza etc., sono elencati all’art. 18 bis t.u.f.; sulla consulenza A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il servizio di consulenza in materia di investimenti: profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, tomo I, Padova, 2010, p. 597 ss.

³⁷⁹ “*Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules*”, COM/2023/279 final, 24 maggio 2023, disponibile in eur-lex.europa.eu/legal-content/en/txt. La proposta normativa rappresenta l’ultimo tassello del più ampio processo di armonizzazione delle legislazioni nazionali e creazione di un mercato unico bancario e dei capitali, iniziato nel 2015 con l’*action plan “Capital Market Union”* (CMU) e proseguito nel 2020 con un nuovo piano di azione suddiviso in 16 attività per 3 obiettivi.

Il ruolo dell'intermediario – distributore di strumenti finanziari nel rapporto giuridico a valle o produttore/distributore³⁸⁰ – è fondamentalmente quello di proporre al cliente solo prodotti commisurati al suo specifico grado di conoscenze ed esperienza, alla situazione finanziaria e alla capacità patrimoniale di sopportare perdite, al profilo di rischio, alla compatibilità del profilo di rischio/rendimento del prodotto»³⁸¹.

Per fare ciò, il personale addetto alla prestazione di “servizi di investimento” deve essere in possesso di un adeguato livello di conoscenza e competenza sui prodotti finanziari offerti o raccomandati alla clientela, stante l'*affidamento* nell'assistenza informativa e nella cooperazione che il cliente ripone nell'intermediario³⁸². Ciò, ovviamente, sempre tenendo a mente che l'intensità di tale affidamento non può non variare a seconda dei servizi richiesti ed ai margini di intervento, di scelta e di indirizzo del cliente rispetto alle singole operazioni di investimento.

Con l'entrata in vigore della disciplina sugli strumenti sostenibili, i doveri degli intermediari finanziari, prima di effettuare gli investimenti, aumentano di numero, andando a ricomprendere altresì una forma di *due diligence* che impone loro di valutare non solo i rischi tradizionali, ma anche i rischi sistemici di sostenibilità, che potrebbero avere un impatto rilevante sul risultato di un investimento o di una consulenza e di specificare e divulgare le politiche di sostenibilità dell'ente per cui lavorano, e le modalità di “presa in carico”, inegrazione e gestione di tali rischi³⁸³.

³⁸⁰ All'intermediario produttore di strumenti finanziari si fa riferimento con riguardo alla *product governance*. Lo stesso ai sensi dell'art. 16, par. 3, MiFID II e art. 9 Direttiva delegata MiFID II, ha l'obbligo della individuazione di un mercato di riferimento (*target market*), per il quale lo strumento viene creato. Secondo l'art. 24, par. 2, MiFID II, nonché agli artt. 54-55 del Regolamento delegato UE n. 2017, gli intermediari (produttori) devono far sì che «tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con il target». La “targettizzazione” deve avvenire «prima della loro commercializzazione o distribuzione alla clientela» e conformemente ad una specifica procedura di approvazione (*suitability rule*). Ne consegue che nella progettazione del prodotto (*product design*) assumono centralità le regole e gli elementi per l'identificazione del mercato di riferimento di ciascun prodotto e del correlato target negativo.

³⁸¹ Sempre M. PICCINNO, *op. cit.*

Varco vistoso che la MiFID ha lasciato aperto con riferimento alle SGR, che quali gestori collettivi non sono tenuti (come invece le imprese di investimento, s.i.m.) ad applicare i dettami della direttiva in tema di product governance e protocolli di profilazione del cliente (R. D'APICE, *Big Data e governo del prodotto nella gestione collettiva del risparmio*, in M.T. PARACAMPO (a cura di), *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2021, p. 139).

³⁸² In Spagna, la CNMV ha emanato una guida “*Guía Técnica 4/2017*” per dettare le regole ed i conseguenti controlli sulla competenza, conoscenza e professionalità degli intermediari finanziari (ne tratta M.J. BLANCO SANCHEZ, *La formación exigible al personal financiero*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2017).

³⁸³ In realtà, quanto al tema *due diligence*, occorre precisare che la nuova disciplina della *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, in precedenza accennata, trova applicazione anche con riferimento agli intermediari finanziari. Specificando però, nel Considerando n. 19, che per questi «la “catena del valore” relativa alla prestazione di tali servizi dovrebbe essere limitata alle attività dei clienti che li ricevono e delle loro filiazioni che svolgono attività collegate al contratto in questione. Non dovrebbero essere considerati parte della catena del valore i clienti costituiti da famiglie e persone fisiche che non agiscono a titolo professionale o commerciale né le piccole e medie imprese. È opportuno non contemplare le attività delle società o di altri soggetti giuridici inclusi nella catena del valore di tali clienti». Si limita, cioè, la *due diligence*, alla fase precontrattuale e, soprattutto, all'attività dei grandi clienti ed esclude di contro i rischi derivanti dalle catene del valore di tali clienti, dove per

La prestazione che viene richiesta all'intermediario ha una natura complessa e implica, soprattutto nei confronti dei clienti al dettaglio, «una attività di assistenza continuativa» che, alcuni correttamente sostengono «travalichi senz'altro la condotta esigibile dal contraente, alla stregua del canone di buona fede codicistica la cui concretizzazione, in termini di salvaguardia dell'altrui interesse, incontra pur sempre il limite felicemente sintetizzato dalla locuzione “apprezzabile sacrificio personale ed economico”»³⁸⁴.

La peculiarità del mercato di riferimento, la difficoltà interpretativa delle caratteristiche degli strumenti finanziari e la fisiologica asimmetria che connota i rapporti giuridici interni, infatti, impongono all'intermediario l'uso di una diligenza specifica nell'adempimento dei doveri di condotta, al fine di farsi interprete e tutore dell'interesse del cliente (secondo la *know your customer rule*). Di modo che tutto il rapporto tra intermediario e cliente assume un contenuto fiduciario, nel quale il secondo si affida alla competenza professionale e capacità decisionale del primo che ne gestisce, come mandatario, l'interesse. Per tale ragione detta relazione non può che comportare sempre un'inferenza critica dell'intermediario nelle scelte del cliente anche nell'ipotesi in cui le sue doverose comunicazioni appaiano meramente illustrative, rendendole «più facilmente assimilabili sempre e comunque alla consulenza»³⁸⁵. Il profilo soggettivo dell'intermediario, quindi, è caratterizzato dal dovere di perseguire in via diretta l'interesse del cliente. Parte della dottrina, infatti, sostiene che non basti l'assistenza continua (di cui sopra) affinché quest'ultimo possa perseguirlo da sé. Né la semplice diligenza del mandatario di cui al codice civile, «comunque servente alla logica del diritto soggettivo»³⁸⁶ bensì l'intera rivisitazione dell'attività di intermediazione alla luce dell'ufficio di diritto privato, per il quale la natura gestoria della stessa deve essere funzionale non solo al perseguimento dell'interesse privato del cliente ma anche all'interesse pubblico dell'integrità dei mercati. Dacché non si prevede la semplice

“value chain” si intendono i clienti che ricevono prestiti o altri servizi finanziari. Così facendo, «la CSDDD non tiene conto che tali società stanno già dimostrando la fattibilità e i benefici derivanti dagli sforzi di *due diligence* già compiuti verso i rischi di sostenibilità più gravi – in base ai settori nei quali operano i loro clienti, contesti operativi e catene del valore – e utilizzando la leva per affrontarli per tutta la durata della relazione» [C.G. CORVESE, *La sostenibilità ambientale e sociale delle società nella proposta di Corporate Sustainability Due Diligence Directive (dalla insostenibile leggerezza dello scopo sociale alla obbligatoria sostenibilità della due diligence)*, in *Banca impr. soc.*, 2022, p. 431]. Occorre evitare che tale operazione spinga gli intermediari a concentrare le loro risorse su clienti grandi e a basso rischio a scapito di clienti più piccoli in settori o contesti operativi a più alto rischio, o che li scoraggino dall'utilizzare in modo innovativo la loro leva che cercare di affrontare danni più gravi a monte della catena del valore. P.K. ANDERSEN, J.B. ANDERSSON, *Response to the Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Nordic and Baltic Company Law Scholars*, 2022 e consultabile al link: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4139249, p. 4 ss.

³⁸⁴ A. TUCCI, *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, p. 359, sostiene che l'ordinamento del mercato finanziario impone obblighi informativi attivi e passivi in capo all'intermediario che sarebbero inconcepibili secondo la filosofia del codice civile, che lascia alle parti la valutazione della conformità economica al proprio interesse individuale e, quindi, alla propria autoreponsabilità.

³⁸⁵ R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in F. CORTESE, F. SARTORI (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010, p. 51 s.

³⁸⁶ R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, in *Giust. civ.*, 2020, p. 336.

cooperazione su base volontaria del mandatario con il mandante, in quanto l'intermediario non eserciterebbe un diritto altrui, bensì adempirebbe «ad una funzione propria alla quale lo vincola un dovere specifico, e vi adempi(rebbe) mediante l'esercizio di un proprio potere, che rappresenta il mezzo necessario e sufficiente per il conseguimento del fine costituente lo scopo (doppio) tipico dell'ufficio»³⁸⁷. Salvo i vincoli espressamente previsti per legge, gli strumenti per realizzare detto «dovere» sono lasciati alla discrezionalità dello stesso.

A tal riguardo, si può fare riferimento alla valutazione di adeguatezza (*test de idoneidad* in Spagna) attinente al profilo del prodotto da offrire o da raccomandare; la riforma 2021 del Regolamento (UE) 2017/565, sui requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento, all'art. 54, par. 9, prevede che le imprese di investimento in particolare (gli intermediari, in generale) debbano disporre «di appropriate politiche e procedure, dimostrabili, per assicurare di essere in grado 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 e di valutare, tenendo conto dei costi e della complessità, se servizi di investimento o strumenti finanziari equivalenti possano corrispondere al profilo del cliente». La preparazione professionale richiesta si complica nel momento in cui vengono introdotti sul mercato strumenti con differenti livelli di ambizione in ambito di sostenibilità. La presenza dell'elemento ESG nello strumento proposto richiede all'intermediario di acquisire conoscenze e competenze che gli consentano di leggere le preferenze ESG del cliente (rientranti nei «parametri soggettivi», se mai le avesse) e di spiegare le categorie di strumenti finanziari sostenibili immessi sul mercato (parametro oggettivo) e ciò che l'investimento in essi comporta. Occorre, dunque, una preparazione professionale mirata³⁸⁸. Preparazione che, nella categoria dei possibili intermediari distributori, si riscontra come più facilmente raggiungibile in alcuni più di altri, stante la stessa natura del soggetto e la stessa *ratio* della sua costruzione³⁸⁹.

³⁸⁷ Nel quale «accanto a concorrenti interessi privati è sempre un interesse superiore e costante dello Stato alla realizzazione di quegli interessi privati in quanto si tratta della tutela di un interesse privato che la comunità giuridica non può trascurare» S. PUGLIATTI, *Esecuzione forzata e diritto sostanziale*, Milano, 1935, p. 45.

³⁸⁸ Come fa notare M.E. SALERNO, *L'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle regole di regole di comportamento dell'intermediario finanziario: un ritorno al modello di distribuzione "orientato al prodotto"*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2022, p. 91 s., nota 68, i dati dell'Osservatorio mensile su un campione di consulenti finanziari associati ad ANASF (Osservatorio mensile Real Trend, in collaborazione con EticaNews tra il 22 ed il 30 ottobre 2018) hanno fatto emergere che solo il 54% degli intervistati assicura di avere un buon livello di preparazione sugli SRI. Rispettivamente il 45% ed il 42% conosce i criteri ESG ed è preparato sugli indici di performance. Su *anasf.it*, inoltre, è prevista proprio la possibilità di iscrizione al Corso finanza sostenibile e investimenti ESG con SDA Bocconi.

³⁸⁹ In Italia, ad esempio, esiste un istituto finanziario pubblico degli investimenti formalmente e sostanzialmente «bancario» quale la Banca del Mezzogiorno - Mediocredito Centrale (Mcc), la cui missione è, principalmente, di sostenere le Pmi, erogando finanziamenti e gestendo fondi di garanzia pubblici, che favoriscano la nascita di nuove imprese, l'imprenditorialità giovanile e femminile, l'aumento dimensionale e l'internazionalizzazione, la ricerca e l'innovazione, al fine di creare maggiore occupazione; emette obbligazioni assistite dalla garanzia dello stato per finanziare specifici progetti infrastrutturali nel Mezzogiorno, assumendo il ruolo di intermediario di secondo livello. Il suo rilievo emerge dal d.l. n. 142 del 2019, con il quale è stato previsto il potenziamento delle capacità patrimoniali e finanziarie di detto ente.

Rientrano tra questi le banche etiche, generalmente banche di credito cooperativo, la cui disciplina e criticità sono state già brevemente trattate in precedenza, destinate *ab origine* a ritagliarsi una nicchia nella quale le altre banche non avrebbero ritenuto conveniente entrare³⁹⁰. L'idea di fondo è che il «denaro serva alla gente e non la gente al denaro»³⁹¹. Per tale ragione la banca etica-intermediario, senza abbandonare la sua natura di entità finanziaria³⁹², agisce con criteri esclusivamente di natura sociale, allontanando la finalità speculativa. Finanzia, dunque, da un lato, progetti ad alto contenuto sociale o ambientale, dall'altro, cerca di dare risposta alle esigenze di persone che vengono discriminate dal sistema finanziario, sia dal punto di vista del risparmio che da quello del credito. Quanto al risparmio, offre prodotti finanziari senza dimenticare la redditività economica, consentendo loro di partecipare alle decisioni sulla destinazione dei risparmi. Sul fronte del credito, la banca etica rappresenta tutti quegli imprenditori e quelle organizzazioni dell'economia sociale che trovano difficoltà di accesso al credito convenzionale e che spesso soddisfano i requisiti etici richiesti dai risparmiatori, concedendo prestiti o crediti a chi ha un progetto imprenditoriale valido con contenuti sociali, anche se non dispone di garanzie reali.

Gli investimenti sociali della banca etica vengono definiti più un atto di giustizia che di carità, incanalando i risparmi commerciali di imprese o di privati verso il risparmio sociale attraverso strumenti finanziari etici, in contrapposizione al sistema bancario convenzionale o tradizionale, dove l'utilizzo di questi strumenti finanziari solidali o etici può celare una funzione di *marketing* finanziario, ossia etichettare falsamente la banca come entità socialmente responsabile, quando il vero scopo è attrarre depositanti, e in generale, risparmiatori privati che le consentano di massimizzare i profitti nel breve periodo.

Tra le attività, infatti, rientrano proprio i finanziamenti alle organizzazioni non profit che promuovono o sviluppano attività con un impatto sociale positivo. Ciò attraverso, ad esempio, i fondi responsabili o etici, che effettuano investimenti socialmente responsabili, incorporando criteri etici, ecologici e di responsabilità sociale nel processo di selezione del loro portafoglio di investimenti. Lo

³⁹⁰ “Programma di attività della banca etica”, Padova, 1995, i cui dettagli si possono rinvenire al sito bancaetica.it/la-nostra-storia.

³⁹¹ M. GUTIÉRREZ BENGOCHEA, *La banca ética y su fiscalidad*, in *Revista Quincena Fiscal*, 2014, p. 3.

³⁹² «Como entidad financiera, busca la rentabilidad, y ésta puede ser incluso superior a la de la banca convencional, si bien de cara a compaginar los dos objetivos, el económico y el social, a veces, ofrecen menores rendimientos que la banca tradicional. Por el contrario, aunque la rentabilidad pueda ser menor que la ofrecida por la banca convencional, es más segura, puesto que la banca ética realiza un estudio detallado sobre las empresas en las que invertirá los ahorros captados. Asimismo, la banca ética antes de emprender la actividad financiera debe realizar un estudio de coste-beneficio para enfocar con éxito su estrategia financiera, minimizando el riesgo de caer en situaciones de concurso de acreedores, pues conllevaría a que los ahorradores perdieran la confianza en esta institución ética, y por ende, se desmoronarían muchas inversiones en países en vías de desarrollo con enormes recursos potenciales que coadyuvarían a un desarrollo sostenible de la economía mundial» (M. GUTIÉRREZ BENGOCHEA, *La banca ética y su fiscalidad*, cit., p. 4).

scopo è quello di combinare obiettivi etici e finanziari, ritornando sempre al punto di partenza, ovvero ricercando l'equilibrio tra "fare bene" e "fare del bene"³⁹³.

Allo stesso modo, con riferimento ai fondi EUSEF di cui si è già fatto cenno, lavorano i gestori di alcuni OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio)³⁹⁴ alternativi, ossia i gestori di fondi di investimento per l'imprenditoria sociale. Specializzati nel settore della finanza sociale, questi sono soggetti a limiti di investimento e composizione del patrimonio. Il Regolamento (UE) n. 346/2013 (art. 3, comma 1, lett. b, d) richiede, infatti, che destinino il capitale sottoscritto ad imprese *target*, cioè ad imprese sociali che abbiano come obiettivo primario il raggiungimento di «impatti sociali positivi misurabili» e utilizzino «prioritariamente» gli utili per raggiungere l'obiettivo sociale conformemente all'atto costitutivo, allo statuto o ai regolamenti interni che governano l'esercizio dell'attività.

³⁹³ S. MATTOS SILVEIRA, *Fondos Eticos de Inversión*, in deres.org.uy/archivos/docs/fondoseticosdeinversion.pdf, 17 marzo 2005. I fondi di investimento etici si basano su due criteri definiti nella loro dichiarazione di missione. Questi criteri possono essere negativi o positivi. Se si basano su criteri negativi, gli investimenti effettuati dal fondo escludono le aziende coinvolte in armamenti, quelle che sfruttano il lavoro minorile, quelle che discriminano tra uomini e donne, e così via. Se il criterio di investimento è positivo, gli investimenti saranno indirizzati verso aziende che tutelano l'ambiente, godono di trasparenza nel mercato finanziario e le decisioni interne vengono prese con piena libertà di partecipazione e piena democrazia. In Spagna, i fondi di investimento etici sono stati commercializzati solo nel 1997, con la creazione del fondo *Ahorro Corporación Arcos Iris FIM*, che investiva esclusivamente nel settore ambientale. Tuttavia, solo nel 1999 i fondi di investimento etici hanno iniziato a essere regolamentati attraverso la Circolare 15/11/1999, redatta dal Ministero dell'Economia e delle Finanze spagnolo, emessa da INVERCO. Per garantire che i fondi di investimento siano socialmente responsabili o etici, nel nostro Paese è stato attuato un approccio su due fronti. Per garantire che i fondi di investimento siano socialmente responsabili o etici, in Spagna è stato attuato un approccio su due fronti. Il primo è la creazione di un comitato di controllo, noto come comitato etico, indipendente dal fondo di investimento e i cui membri hanno un rapporto di esperienza o di vicinanza con il proprietario del fondo. Questo comitato si occuperà di definire nel dettaglio i valori delle diverse società che sono in linea con l'ideologia del fondo. D'altra parte, esiste la possibilità che il fondo d'investimento acquisisca titoli che siano inclusi in indici etici o di sostenibilità come il FTSE4Good o il DJSI (*Dow Jones Sustainability Index*). Il mercato azionario spagnolo non ha ancora creato un proprio indice di sostenibilità, sebbene vi siano diverse società spagnole come Endesa e Iberdrola, ecc. che fanno parte di indici di sostenibilità rilevanti. Per l'Italia, una prima ricostruzione è di D. VANDONE, *Il mercato italiano dei fondi d'investimento socialmente responsabili* in *Banca impr. soc.*, 2004, p. 147 ss., la quale già effettuava un'analisi anche economica tra questo tipo di fondi e fondi tradizionali, per e se e in che modo la presenza di criteri etici di selezione degli investimenti influenzi la performance e/o il livello delle commissioni applicate. Ovvero, se e quale prezzo debba pagare l'investitore per investire in modo etico i propri risparmi. L'analisi dà come risultato (senza sorprese) che «l'adozione di criteri etici di selezione degli investimenti, che si aggiungono a quelli normalmente applicati dai gestori nelle tradizionali politiche di *asset allocation* e che, riducendo la capacità di diversificazione poteva peggiorare le combinazioni di rischio/rendimento a disposizione dell'investitore», in realtà è uno scenario che non si verifica in modo sistematico.

³⁹⁴ OICR, art. 1, comma 1, lett. k), t.u.f. : «organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi, nonché investito in strumenti finanziari, crediti, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata» (F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017).

Spostandoci nella zona “grigia” tra Stato e mercato, invece, possono assumere il ruolo di intermediari di investimenti sostenibili gli enti filantropici³⁹⁵, nuove formazioni sociali disciplinate dagli artt. 39-41 del Codice del Terzo settore (CTS, d.lg. 03 luglio 2017, n. 117).

Definiti come enti del c.d. «volontariato passivo», per via della prevalenza dell’elemento patrimoniale rispetto all’attività degli associati, essi possono assumere solo la forma giuridica di associazione riconosciuta (ad esempio, per la raccolta fondi a favore della ricerca) o di fondazione di erogazione (d’impresa, di comunità, filantropiche di famiglia) al fine, appunto, «di erogare denaro, beni o servizi, anche di investimento, a sostegno di categorie svantaggiate o di attività di interesse generale» (art. 37, co. 1). Proprio la centralità dell’elemento patrimoniale giustificerebbe la preclusione del legislatore nell’adottare la forma dell’associazione non riconosciuta. L’attività di erogazione, altresì, sarebbe da esercitare in forma esclusiva, salvo l’affiancamento ad altre attività di interesse generale però che abbiano natura secondaria e strumentale alla principale.

Questi sviluppano una forma particolare di filantropia, chiamata “filantropia strategica”, modello di origine statunitense, nel quale si agisce in maniera responsabile e proattiva, utilizzando metodi e logiche di efficienza con l’intenzione di generare valore per l’intera società. Vanno, quindi, oltre il mero rapporto donatore-beneficiario. Detto approccio filantropico, quindi, si attaglia al concetto di finanza sostenibile e tratteggia una figura di ente quale erogatore di investimenti funzionali a progetti di economia reale. Lo stesso infatti, individua questioni di rilievo sociale, si prefigge di intervenire in maniera mirata sulle cause delle stesse e si impegna a generare risultati misurabili (quindi quantificabili).

Quanto alle modalità di esecuzione, vi sono quattro profili da tenere in considerazione. L’attività da compiere, infatti, si determina attraverso la fase operativa, la fase di ricerca delle aree di intervento e la fase di sperimentazione, cioè la ideazione di progetti che puntino a marginalizzare i problemi sociali di interesse. Le tre fasi portano alla quarta, quella della risoluzione, ovvero al finanziamento dei progetti individuati e – di grande interesse – alle modalità di monitoraggio della loro realizzazione ed alla verifica dei risultati. La presenza degli enti filantropici nella parte che ricostruisce la figura dell’intermediario è dovuta proprio al fatto che oggetto di erogazione possono essere anche beni e servizi di investimento.

³⁹⁵ Sul tema, per approfondire, A. FICI, *Le fondazioni filantropiche nella riforma del terzo settore*, in *centridiricerca.unicat.it*, 2018, «la categoria degli EF (analogamente a quella delle reti associative) è frutto di invenzione del legislatore della riforma, che in essa si propone di inquadrare una vasta congerie di ETS che, per le loro specifiche finalità e caratteristiche operative, non avrebbero potuto trovare ospitalità nelle altre categorie “tipiche” di ETS, e avrebbero soltanto potuto inquadarsi nella categoria residuale degli “altri ETS”. Si è efficacemente parlato al riguardo di “quarto pilastro”, giustapposto al volontariato, organizzato principalmente nelle ODV, alla mutualità delle APS e alla imprenditorialità tipica delle imprese sociali»; A. BUSACCA, *Enti filantropici come enti del Terzo Settore*, in M. SCHIRIPA (a cura di), *Il Terzo Settore e la Stella del no profit*, Napoli, 2019, pp. 341-367; F. MACIOCE, *Il patrimonio degli enti del terzo settore: dalla politica del non-profit a quella del privato sociale*, in *Aedon*, 2019, p. 216 ss.; D. FORESTA, *Sugli enti del terzo settore. Tipi e funzione nell’articolazione del registro unico*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, p. 1467 ss.; C. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Enti filantropici e attività di impresa*, in D. DI SABATO e O. NOCERINO (a cura di), *Il terzo settore. Profili critici della riforma*, Napoli, 2019, p. 107 ss.; F. GRECO, *Categorie di enti del terzo settore*, in M. GORGONI, *Il codice del terzo settore. Commento al Decreto legislativo 3 luglio 2017, n. 117*, Pisa, 2021, p. 285.

Le risorse per gli interventi in questione sono contributi pubblici o privati, donazioni, lasciti testamentari, rendite patrimoniali ed attività di raccolta fondi. A tal riguardo, per quanto qui di interesse, particolare importanza rivestono gli atti costitutivi, che devono recare precise indicazioni in ordine ai principi a cui devono attenersi per gestire il patrimonio, ai criteri di raccolta dei fondi ed alla conseguente destinazione di essi. Ma soprattutto, l'atto costitutivo deve anche stabilire le modalità di erogazione di denaro e servizi e, di più, le condizioni di investimento a sostegno di categorie svantaggiate o di attività di interesse generale (art. 38, comma 2). In questo caso, quindi, in capo al soggetto intermediario vi è un vero e proprio obbligo statutario di rispettare la finalità sociale a cui si è dedicato, monitorando l'attività e rendicontando i risultati. Le entrate e le risorse devono essere indirizzate al perseguimento delle finalità di carattere sociale e solidaristico. Il risultato prefissato non è raggiungibile in via meramente ipotetica ma deve essere raggiunto.

Il “come”, dal punto di vista della tecnica e della ermeneutica, debba essere raggiunto è tutto da vedere.

8. La sostenibilità colora la prestazione del servizio di consulenza. La valutazione delle preferenze di sostenibilità nel Regolamento Delegato (UE) 2021/1253

Dalla pubblicità, all'informazione precontrattuale, alla valutazione di adeguatezza, alla stessa costruzione del prodotto, tutta la normativa sull'attività dell'intermediario finanziario si colora di sostenibilità, soprattutto a seguito dell'emanazione e aggiornamento delle Linee Guida ESMA 2022³⁹⁶.

Le preferenze di sostenibilità – «nell'accezione di scelta di un cliente o di un potenziale cliente di integrare, se e in che misura, nella propria strategia di investimento uno strumento finanziario che ha come obiettivo gli investimenti sostenibili, cioè un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale o in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, o uno strumento finanziario che promuove, tra le altre cose, caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di tali caratteristiche, a condizione che le società in cui vengono effettuati gli investimenti seguano pratiche di buon governo e che persegua, tra l'altro, investimenti sostenibili, oppure (al 30 dicembre 2022), consideri i principali impatti negativi sui fattori di sostenibilità»³⁹⁷ – devono essere spiegate (fase informazione) in modo che il cliente ne comprenda il contenuto, così come la differenza

³⁹⁶ ESMA, *Final Report Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, Settembre 2022, in esma.europa.eu. Si potrebbe dire tutto il *product lifecycle*, cioè il ciclo di vita del prodotto: dalla sua costruzione, alla commercializzazione, sino alla fase post distribuzione.

Le linee guida sono essenziali per specificare il portato pratico di una normativa che opera “per principi generali”. Non potrebbe, d'altronde, essere altrimenti, a causa della rapida evoluzione del mercato e dei *frameworks* legali.

³⁹⁷ Inizialmente “preferenze ESG”, adesso “preferenze di sostenibilità”. Se le prime equiparano la governance agli altri due fattori, le secondo si incentrano su ambiente e sociale, trasformando la governance in un prerequisito (M.E. SALERNO, *L'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle regole di regole di comportamento dell'intermediario finanziario: un ritorno al modello di distribuzione “orientato al prodotto”*, cit., p. 86, nota 60).

La definizione si trova nel regolamento delegato (UE) 2021/1253, art. 2, punto 7.

tra prodotti con caratteristiche di sostenibilità o senza tali caratteristiche; vanno acquisite dall'intermediario e valutate in modo da identificare i prodotti di investimento coerenti con le stesse (adeguatezza); vanno aggiornate.

Le modalità di esecuzione dell'integrazione dei fattori ESG nelle operazioni di distribuzione del prodotto sono delineate dal regolamento delegato (UE) 2021/1253³⁹⁸, emanato a modifica del regolamento (UE) 2017/565. In primo luogo, detto regolamento, allineandosi con il portato del regolamento SFDR³⁹⁹, richiede che le informazioni precontrattuali descrivano anche i fattori di sostenibilità presi in considerazione nella costruzione dello strumento, comportando di conseguenza l'inserimento nel contratto-quadro di consulenza dei fattori di sostenibilità quali elemento da tenere in conto nella raccomandazione dello strumento al cliente.

Il regolamento, tuttavia, in quanto applicabile al servizio di consulenza e di gestione di portafogli, si incentra sulle fasi della valutazione di adeguatezza, completando il dettato dell'art. 54 del reg. (UE) 2017/565, titolato "Valutazione dell'idoneità e relazione sull'idoneità". Tutto, dai parametri di valutazione, alle procedure di verifica, sino agli obblighi informativi, viene integrato con le preferenze ESG. L'adeguatezza, quindi, vede i canonici requisiti di conoscenza, esperienza, propensione al rischio, obiettivi di investimento (anche sostenibili), orizzonte temporale, situazione finanziaria, implementati con le preferenze di sostenibilità. Tali preferenze, inoltre, vanno monitorate per tutta la durata del rapporto, nell'ipotesi in cui il cliente riduca o aumenti la sua sensibilità verso il tema o in caso di modifica delle condizioni di rischio dell'investimento prescelto. L'art. 54, par. 12, così come da ultimo modificato, richiede espressamente che l'intermediario, al rilascio della dichiarazione di adeguatezza,

³⁹⁸ Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021 a modifica del regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento, in eur-lex.europa.eu/legal-content/it/all/?uri=celex:32021r1253.

³⁹⁹ E anche con il portato del Regolamento delegato (UE) 2022/1288 della Commissione del 6 aprile 2022 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 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 (disponibile in eur-lex.europa.eu/legal-content/it/txt/pdf/?uri=celex:32022r1288), il quale agli artt. 14-22 specifica l'informativa precontrattuale con riferimento a due diversi allegati (II e III), distinguendo: a. investimenti sostenibili che promuovono caratteristiche ambientali, indicandone la misura minima (art. 15) e b. investimenti sostenibili che promuovono caratteristiche sociali. Il successivo art. 19 stabilisce le informazioni da fornire. L'art. 17 esplicita la formula di calcolo del grado in cui gli investimenti complessivi hanno luogo in attività economiche ecosostenibili. L'art. 18 fissa le informazioni di trasparenza che vanno offerte in sede precontrattuale per i prodotti (investimenti) sostenibili così come descritti all'art. 9 del Regolamento 2088. Infine, gli artt. 20 e 21 trattano dei prodotti finanziari con opzioni di investimento divisi tra quelli che promuovono caratteristiche ambientali e sociali (art. 20) e quelli che hanno come obiettivo investimenti sostenibili (art. 21). Di rilievo la specificazione delle metodologie di presentazione delle informazioni sugli "indicatori di sostenibilità" (sia quantitativi che qualitativi) e sui relativi effetti negativi per la sostenibilità (per un quadro sintetico ma completo si veda M. LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Dir. comm. int.*, 2023, p. 63 ss.).

spiega i motivi per cui i prodotti venduti si attagliano ai due profili, finanziario e di sostenibilità, del cliente.

Sulle modalità di raccolta dei dati, il Considerando n. 5 specifica che l'intermediario dovrebbe porre domande per identificare le preferenze di sostenibilità individuali, in modo che le raccomandazioni ai clienti e potenziali clienti riflettano tanto gli obiettivi finanziari quanto le eventuali preferenze di sostenibilità espresse dagli stessi. L'aggettivo "eventuali" conferma, tuttavia, che per il cliente resti facoltativo fornire o meno le informazioni su tali preferenze, così come discrezionale rimane la determinazione qualitativa (il tipo) e quantitativa (il grado) del contributo che questi vuole dare all'investimento sostenibile. Per semplificare l'individuazione della miglior corrispondenza preferenze/prodotto le *Guidelines* di Esma (n. 73) suggeriscono all'intermediario la classificazione e il raggruppamento granulare degli strumenti finanziari inclusi nella gamma di prodotti offerti in termini di: i) percentuale investita in attività economiche che si qualificano come sostenibili dal punto di vista ambientale (secondo la definizione dell'articolo 2, punto (1), del regolamento sulla tassonomia); ii) percentuale di investimenti sostenibili (secondo la definizione dell'articolo 2, punto (17), della SFDR); iii) percentuale di investimenti sostenibili (secondo la definizione dell'articolo 2, punto (17), della SFDR).

Interessante l'ordine di recepimento delle informazioni che il Considerando n. 5 prescrive. Nell'ottica del *best interest of client*, prima di analizzare le preferenze di sostenibilità, l'intermediario dovrebbe valutare gli altri obiettivi di investimento, l'orizzonte temporale e le circostanze individuali del cliente, al fine di evitare pratiche di vendita impropria o errata rappresentazione di strumenti. Una dicitura che, come si vedrà più avanti, crea perplessità e che sembra voler tenere ben distinto il profilo finanziario da quello eventuale della sostenibilità.

Se è vero che, ad esempio, al cliente che già chiarisce di avere interesse ad orizzonti temporali brevi di conservazione dell'investimento non si possono proporre investimenti sostenibili che, per natura, sono investimenti cd. "a capitale paziente", è anche vero che la costruzione della frase è strana. Come è stato fatto notare, gli articoli 54 (2) a) e 54 (5) modificati del Regolamento delegato MiFID II considerano esplicitamente le preferenze in materia di sostenibilità come parte della valutazione degli obiettivi di investimento del cliente. Di conseguenza, l'inclusione delle preferenze di sostenibilità nel test degli "obiettivi di investimento" significa che una transazione può essere considerata idonea per un cliente solo se rispetta sia le preferenze finanziarie sia quelle di sostenibilità. Il risultato del test di adeguatezza non dovrebbe differire in base a quale valutazione viene effettuata per prima⁴⁰⁰. Inoltre, il

⁴⁰⁰ V. COLAERT, *On the Sustainability of the MiFID II and IDD Investor Protection Frameworks*, 2020, disponibile al sito law.kuleuven.be/jri/en/working-paper-series/wp-2023-05-on-the-sustainability-of-the-mifid-ii-and-idd-investor-protection-frameworks. Secondo quello che la M.E. SALERNO, *L'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle regole di comportamento dell'intermediario finanziario: un ritorno al modello di distribuzione "orientato al prodotto"*, cit., p. 95, chiama «un regime di adeguatezza per blocchi».

Considerando n. 5 suggerisce che, attraverso quest'ordine cronologico, si ridurrebbe il rischio di vendite scorrette, non tenendo conto che il *range* di pratiche che portano a tale nefasto risultato è molto più ampio e deriva altresì dalle considerazioni sui conflitti di interesse. È stato affermato, inoltre, che «un incerto rapporto gerarchico tra rendimento finanziario e fattori di sostenibilità nella valutazione degli obiettivi di investimento del cliente amplia la discrezionalità dell'intermediario»⁴⁰¹, così che possono essere ritenute adeguate operazioni di investimento con una significativa concentrazione di rischio, riducendo la forza del presidio della valutazione di adeguatezza.

D'altra parte, che le preferenze di sostenibilità debbano essere vagliate con attenzione è dimostrato dalle condizioni a cui il regolamento permette la vendita del prodotto. Se il cliente ha espresso preferenze di sostenibilità individuali, si impedisce la raccomandazione di prodotti che non soddisfano la quota minima di sostenibilità (art. 54, par. 10), a meno che non sia lo stesso cliente, informato, ad adattare tali preferenze al prodotto disponibile⁴⁰². Se, invece, il soggetto acquirente non ha espresso preferenze sul versante sostenibilità individuale, ossia il suo interesse verso uno specifico livello o tipo di prodotto sostenibile, l'intermediario potrà proporre tutti i prodotti con differenti condizioni di sostenibilità purché rispondenti alle caratteristiche finanziarie e personali del cliente.

Di primo acchito, l'impressione che la normativa sulle preferenze di sostenibilità genera è di un ritorno alla cd. "logica di prodotto" che l'art. 24, par. 7, MIFID II aveva bandito in favore di un modello orientato al cliente. In poche parole, si ha come l'impressione che la disciplina sia costruita per adattare il profilo del cliente al profilo del prodotto e ciò con l'evidente *ratio* di far crescere le vendite di investimenti sostenibili.

9. Dal rapporto a valle al rapporto a monte, dall'investimento al finanziamento. Concessione e monitoraggio del finanziamento sostenibile da parte dell'intermediario. Cenni.

⁴⁰¹ A. PERRONE, A. CARDANI, *Servizi di investimento e finanza sostenibile. le conseguenze non volute della recente disciplina europea*, in AA. VV., *La regolamentazione finanziaria: problemi aperti*, Milano, 2022, p. 89.

⁴⁰² Come specificato dalle *Guidelines* ESMA n. 83, «Nel caso in cui un cliente adatti le preferenze di sostenibilità, tale adattamento deve riferirsi solo alla consulenza d'investimento in questione e non al profilo del cliente in generale. In caso di consulenza d'investimento, l'adattamento deve essere documentato nella relazione di idoneità e sottoposto alle procedure di monitoraggio periodico. Dopo che il cliente ha espresso l'intenzione di adattare le proprie preferenze, e non prima, l'impresa può divulgare al cliente informazioni sulla propria offerta di prodotti con caratteristiche di sostenibilità».

A tal proposito, la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), *La CNMV adopta las directrices de ESMA sobre requisitos de gobierno de productos de MIFID II para reforzar la protección del inversor*, l'11 ottobre 2023, ha notificato ad ESMA l'adempimento delle direttive nuove sulla MIFID II, specificando che «*se clarifica que no se requiere la identificación del mercado objetivo negativo en el caso de productos que consideran los factores de sostenibilidad en relación con los objetivos relacionados con la sostenibilidad, pues estos productos resultan compatibles con clientes que no tienen preferencias de sostenibilidad, siempre que sean compatibles con las características de las otras categorías que definen el mercado objetivo*».

Gli strumenti di finanza sostenibile per l'intermediario finanziario, che non sia anche beneficiario del capitale investito, sono tanto parte della domanda che dell'offerta. Il sistema, soprattutto bancario⁴⁰³, instaura rapporti non solo con gli investitori che mettono a disposizione somme di denaro ma, altresì, con le imprese finanziate le quali, sempre più spesso, sono chiamate dalla società *in primis* e dal legislatore *in secundis* al rispetto ed al perseguimento, nella loro *policy* aziendale, di un comportamento *ESG friendly*. D'altronde se l'intermediario, in qualità di gestore patrimoniale, offre strumenti che mirano a generare impatti positivi o a promuovere condotte sostenibili, è conseguente che sottoponga a vaglio i soggetti a cui quei fondi verranno erogati sotto forma di credito/finanziamento.

Di non poco momento sono le conseguenze che l'utilizzo di *driver ESG* generano sulla suddetta erogazione. Le politiche di promozione del mercato sostenibile, infatti, sono strutturate in modo da rendere economicamente vantaggioso per le banche e le imprese finanziarie concedere credito ad attività ad impatto *green* o *social* positivo. A seguito delle riforme che hanno interessato le normative CRD e CRR (c.d. CRD V e CRR II), che per prime inseriscono i fattori ESG nel quadro della disciplina prudenziale degli enti creditizi⁴⁰⁴, le linee guida EBA 2020, in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti⁴⁰⁵, hanno richiesto l'incorporazione dei suddetti fattori e dei rischi associati nella propensione al rischio di credito e nelle procedure di rilascio così come nelle politiche di gestione dei rischi. In particolare il paragrafo 4.3.6. stabilisce i requisiti con riferimento a concessione e monitoraggio di prestiti sostenibili, anche se solo dal punto di vista ambientale, richiedendo che si rediga un elenco di progetti e attività considerati verdi e, di conseguenza, si predetermini tanto cosa sia considerabile prestito verde, quanto che si specifichi il processo per accertare che le linee di credito siano utilizzate esattamente per le attività per cui sono predisposte. Delle imprese beneficiarie occorre «la raccolta di informazioni sugli obiettivi aziendali del cliente legati al cambiamento climatico e sostenibili dal punto di vista ambientale; ii. la valutazione della conformità dei progetti di finanziamento dei clienti con i progetti o

⁴⁰³ Le banche divengono propulsori della transizione sostenibile, in particolare per due ragioni: come “grandi imprese” generano e subiscono i maggiori impatti di natura sociale ed ambientale e sono in grado di influenzare tutte le catene di valore; per la natura dell'attività che svolge, anche sociale, che permette di orientare le scelte di numerosi operatori economici che interagiscono con la stessa [L. TRONCI, *Gli obiettivi “ESG” nella governance delle imprese bancarie: KPI e doppia materialità (Impact e Financial materiality)*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, p. 110 s.].

⁴⁰⁴ Direttiva (UE) 2019/878 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica la direttiva (UE) 2013/36 per quanto riguarda le entità esentate, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista, la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del capitale; e Regolamento (UE) 2019/876 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda il coefficiente di leva finanziaria, il coefficiente netto di finanziamento stabile, i requisiti di fondi propri e passività ammissibili, il rischio di controparte, il rischio di mercato, le esposizioni verso controparti centrali, le esposizioni verso organismi di investimento collettivo, le grandi esposizioni, gli obblighi di segnalazione e informativa e il regolamento (UE) n. 648/2012. Per un'analisi sistematica di queste riforme v. A. BROZZETTI, *Legislazione bancaria europea. Le revisioni del 2019-2020*, Milano, 2021, *passim*, spec. p. 29 ss.

⁴⁰⁵ EBA GUIDELINES, *Final Report Guidelines on loan origination and monitoring*, 29 maggio 2020, in *eba.europa.eu*.

le attività sostenibili dal punto di vista ambientale e i relativi criteri; iii. l'assicurazione che i clienti abbiano la volontà e la capacità di monitorare e segnalare adeguatamente la destinazione dei proventi ai progetti o alle attività sostenibili dal punto di vista ambientale; iv. il monitoraggio, su base regolare, della corretta destinazione dei proventi (il che può consistere nel richiedere ai clienti di fornire informazioni aggiornate sull'impiego dei proventi fino al rimborso della linea di credito pertinente)» (sempre par. 4.3.6).

È certo, dunque, che per le imprese finanziarie l'introduzione dei fattori ESG nella propria *governance* avviene sotto forma di rischio in relazione alla controparte finanziata o al prodotto. Il rapporto che si instaura tra finanziatore e finanziato individua le condizioni giuridiche di rilevanza di detti fattori che, se in un primo momento divengono un elemento condizionante un rapporto giuridico, una volta inseriti nel circuito del credito vengono assimilati dall'intermediario ai rischi sistemici, paragonabili a quelli tipici dell'attività finanziaria⁴⁰⁶. E ciò, dunque, con evidenti ricadute sulla *governance* e sulla regolamentazione prudenziale dell'attività bancaria, al fine di evitare che una volta assunti come elementi funzionali, in quanto requisiti fisiologici dell'attività bancaria, i fattori ESG si trasformino in una causa endemica di instabilità finanziaria.

Nelle banche, in particolare, il perseguimento della sostenibilità è tema ancor più delicato in quanto condizionato alla sua conciliazione con il principio della “sana e prudente gestione” che orienta lo svolgimento dell'attività in tutte le sue declinazioni; detto principio non costituisce solo una delle finalità dell'attività della Vigilanza, ma rappresenta altresì una regola di condotta, ossia un “dover essere” dei soggetti vigilati che ad esso devono ispirarsi nell'esercizio della propria attività. Messo a confronto con le scelte di sostenibilità, tuttavia, può generare dubbi sulla sua violazione, giacché una riorganizzazione della attività d'impresa in linea con la sostenibilità potrebbe non garantire una gestione prudente, in considerazione degli elevati costi che la transizione impone, quanto meno in una logica di breve periodo.

V'è da dire che la critica cade nel vuoto: ragioni di carattere sistematico, infatti, inducono a pensare che «la sana e prudente gestione contenga in sé la declinazione della sostenibilità finanziaria. Innanzitutto la consapevolezza che il principio della sana e prudente gestione costituisca una regola di comportamento e giudizio nella gestione imprenditoriale della società bancaria e trovi il suo significato nel collegamento con l'art. 47 Cost., nel senso che diventa funzionale alla tutela del risparmio»⁴⁰⁷. In secondo luogo, la considerazione secondo la quale detto principio convive con la presenza di una

⁴⁰⁶ V. BEVIVINO, *Il bank government dopo l'integrazione dei fattori ESG nella regolazione prudenziale europea*, in *Banca impr. soc.*, 2022, p. 593 ss.

⁴⁰⁷ F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, p. 131 ss.: «Il criterio della sana e prudente gestione cambia veste. Non si limita cioè ad assurgere a criterio di giudizio in sede di vigilanza sanzionatoria ovvero a ispirare la regolamentazione dell'impresa, bensì diventa regola di comportamento, canone di condotta, criterio di valutazione dell'attività e dell'atto: che la dottrina affianca a quello della “negligence” e della “fraud”»; con riferimento alla sostenibilità, M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Studi dedicati a Mauro Giusti, Milano 2021, p. 72.

molteplicità di prestazioni e attività che caratterizzano il servizio pubblico e con la pluralità degli interessi che vantano i soggetti che gravitano intorno all'impresa bancaria. Tali interessi, infatti, influenzano la definizione dei criteri di gestione societaria e imprenditoriale, nel senso che la gestione stessa non può ignorare la presenza di interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci⁴⁰⁸. Nelle banche le pretese dei singoli assurgono a valore collettivo nella misura in cui tendono a dimensioni collettive e sociali, cioè ciascuna pretesa individuale contiene, strutturalmente, una "quota" di interesse pubblico.

L'obiettivo della sostenibilità è un interesse pubblico perché orientato alla tutela del diritto della persona alla salute, all'ambiente, al *welfare*, in sintesi alla dignità umana. In questa prospettiva, la gestione dell'attività d'impresa può definirsi sana, prudente e rispettosa del dettato costituzionale di cui all'art. 47 Cost e, altresì, all'art. 41 Cost; al contempo, l'obiettivo della sostenibilità incide sulla adeguatezza organizzativa dell'impresa bancaria perché strumentale alla tutela dell'interesse pubblico che l'impresa bancaria persegue.

Pertanto, si afferma che «se ci si concentra sul ruolo della banca come servizio pubblico volto alla tutela del risparmio, cioè alla protezione dello stesso intesa in senso evolutivo, quindi anche come sua messa a frutto "sostenibile", e sul ruolo che la clausola di sana e prudente gestione assume nell'esercizio dell'attività bancaria, cioè quella di essere funzionale al conseguimento degli scopi che l'art. 47 Cost. si prefigge, altresì il perseguimento della sostenibilità, nella dimensione organizzativa dell'impresa bancaria e nell'erogazione del credito, diventa coerente, perché sano e prudente nella prospettiva della tutela della persona e dei suoi diritti fondamentali»⁴⁰⁹.

A ciò consegue, sotto il profilo dell'attività di finanziamento e dell'indirizzo strategico degli impieghi di capitale della banca, un naturale spostamento verso politiche creditizie basate sui fattori ESG, ossia restrittive verso imprese *brown* ed espansive verso imprese *green* che, aumentando il costo dei finanziamenti nei confronti delle attività progettuali *brown*, rendono alle imprese finanziate ineludibile la sostenibilità come scelta strategica per accedere al credito e abbattere i costi⁴¹⁰.

Tale impostazione incide sulla valutazione delle controparti in fase di valutazione del merito creditizio ed in fase di concessione del credito in chiave ESG. Si individuano prodotti creditizi dedicati al finanziamento di investimenti ESG *compliant*, differenziando, altresì, il *pricing* degli stessi rispetto ai *driver ESG* che li qualificano.

⁴⁰⁸ R. LENER, P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, p. 6 ss., sostengono che il tema della gestione dei rischi ESG nelle banche è occasione propizia per sperimentare la validità dell'impostazione che vede nella sana e prudente gestione una regola (eteronoma) di organizzazione dei processi dell'impresa bancaria.

⁴⁰⁹ Riflessioni di R. CALDERAZZI, *La sostenibilità nell'impresa bancaria (Sustainability in banking)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, p. 188. Anche L. TRONCI, *op. cit.*, p. 126, sostiene che la compatibilità della sostenibilità rispetto al principio della sana e prudente gestione sia scontata: sono entrambe regole di comportamento, canoni di condotta e criteri di valutazione dell'attività dell'impresa.

⁴¹⁰ M. SEMERARO, *Fattori di sostenibilità ambientale e politiche creditizie: rischio climatico e accesso al credito*, in M. PASSALACQUA, *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale, Studi dedicati a Mauro Giusti*, Milano 2021, p. 253.

Incide, inoltre, sul rischio di credito, nell'accezione di rischio che la banca sostiene erogando il credito. L'incertezza e volatilità delle "promesse" sostenibili, infatti, potrebbero contribuire all'accrescimento di prestiti deteriorati, generando altre forme di *greenwashing*. Pertanto, tanto nella fase genetica del rapporto quanto nella fase esecutiva, si potrebbe pensare che sussista un dovere di diligenza qualificato da parte dell'intermediario nella selezione del beneficiario e nel controllo del suo operato; il che, secondo alcuni⁴¹¹, sarebbe una ulteriore fonte di responsabilità, graduabile in relazione alla concreta fattispecie e alla qualità dei soggetti del rapporto (emittente e sottoscrittore).

Così come l'obbligazionista, anche la banca si presume interessata a che l'impatto ambientale o sociale, così come promesso in sede di emissione, si realizzi effettivamente, in quanto in caso di inadempimento nella realizzazione del beneficio comune vi è il rischio di subire danni in modo indiretto (a livello reputazionale) ma, soprattutto, direttamente.

Quanto al primo aspetto, in fase di concessione, al normale processo di *scoring* che caratterizza la *governance* interna del credito, si affianca uno specifico processo di *scoring* ESG. Con la conseguenza che la prospettiva di valutazione dell'affidabilità creditizia della controparte sarà tripla, dovendosi vagliare, secondo le indicazioni che emergono dalle *Guidelines* dell'EBA, non solo (i) la solidità finanziaria del cliente e l'idoneità delle garanzie prestate, ma, in negativo, (ii) l'esposizione delle garanzie a rischi climatici e, in positivo, (iii) la rilevanza degli impieghi in una prospettiva di transizione ecologica del paese. «Se, poi, il processo di *scoring* del credito è funzionale a fissare il *pricing* del finanziamento, ispirato alla regola prudenziale di proporzionalità inversa tra tasso di interesse e affidabilità del cliente (più il cliente è affidabile meno costoso sarà il finanziamento), parimenti lo *scoring* ESG dovrebbe essere funzionale a incorporare, nel costo del credito, gli oneri connessi ai rischi climatici e ambientali e a scontare per finanziamenti ecosostenibili, un tasso di interesse più favorevole collegato al conseguimento di obiettivi di sostenibilità da parte del cliente»⁴¹².

L'operato sostenibile del finanziato va poi monitorato, soprattutto per verificare lo "stato di salute" del credito. Il controllo sarà tanto più invasivo quanto più l'obbligazione giuridica si avvicina a un'obbligazione di risultato (obbligo di realizzazione di un impatto). Se, in generale, il processo di monitoraggio del credito, come imposto dal nuovo sistema degli IFRS9 (*International Financial Reporting Standards* 9), obbliga gli amministratori, in dialettica con le Autorità di Vigilanza, a classificare periodicamente le singole posizioni debitorie nelle tre classi di rischio: crediti esigibili; c.d.

⁴¹¹ D. LENZI, *op. cit.*, p. 149.

⁴¹² R. LENER, P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, cit.

Già al momento di scegliere i partner da finanziare, il finanziatore adotta un approccio multidimensionale al fine di individuare preventivamente le imprese più esposte a rischi ESG, mediante uno *screening* delle stesse; esclude le aziende con *screening* negativo, non conforme alla tassonomia ESG o al *target* prefissato per la sostenibilità del Modello di *business* aziendale. In seguito svolge analisi di materialità, di comparabilità e dei KPI (*Key performance indicator*) più rilevanti ai fini della valutazione di sostenibilità complessiva ESG, esaminando, al contempo, tutte le eventuali criticità rilevate e le strategie adottate per risolverle (M. ORLANDI, *Strategie ESG e impatti sul Modello di business per un investitore istituzionale*, in *Amministrazione & Finanza*, 2022, p. 55 ss.).

UTP *unlikely to pay* (se il debitore presenta i primi segnali di sofferenza); e c.d. *NPL non performing loan*, crediti deteriorati, nella prospettiva *green*, si potrebbero graduare tra crediti *green*, crediti *likely to (turn) brown* e declassamento al livello di *brown loan*, nell'ipotesi in cui il finanziato non rispetta gli accordi di sostenibilità presi con il finanziatore.

L'introduzione dei fattori ESG nel *business model* bancario, infatti, è condizione che potrebbe alterare l'equilibrio e la stabilità del sistema stesso. Gli stessi sono portatori di "rischio operativo", ossia veri e propri rischi fisici (climatici), di "rischio di liquidità", quale contrazione della liquidità a disposizione della banca, a ragione della possibile riduzione dei depositi della clientela, vuoi *corporate*, vuoi *retail*, per finanziare eventuali spese di riparazione e ristrutturazione, che si rendono necessari per i danni da eventi climatici o per la transizione ecologica. E, con particolare riguardo ai finanziamenti sostenibili, la banca è soggetta a "rischi di mercato", come oscillazione del portafoglio degli strumenti finanziari nell'attivo della banca per la riduzione di valore e/o incremento della volatilità del *pricing* di strumenti finanziari a seguito di eventi climatici sfavorevoli; ovvero per la riduzione del *fair value* di strumenti finanziari emessi da imprese che non rispettano i criteri di sostenibilità ambientale e sociale; o, ancora, per l'aumento dell'instabilità o della volatilità del *fair value* dei titoli emessi da imprese appartenenti a settori percepiti come non sostenibili, soprattutto in caso di inasprimento delle azioni regolamentari e di politica economica in ambito ESG⁴¹³.

Dal controllo sul singolo credito sostenibile, si passa al controllo sull'impatto ESG in capo allo stesso controllore, ossia l'impresa di finanziamento, con una serie di passaggi; il primo, il cd. *reporting* di sostenibilità (bilancio di sostenibilità), è stato introdotto dalla CSDR, nell'art. 19 *bis* della direttiva (UE) 2013/34, e individua le informazioni da raccogliere in quelle «necessarie alla comprensione dell'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità, nonché [...] necessarie alla comprensione del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'andamento dell'impresa, sui suoi risultati e sulla sua situazione». L'impostazione è innovativa perché illustra i dati sulla sostenibilità con una duplice prospettiva di misurazione («*inside out*, da una parte, e *outside in*, dall'altra), che pone l'obiettivo di misurare oltreché l'impatto dell'organizzazione aziendale verso l'esterno e, pertanto, gli effetti positivi e negativi sull'ambiente e la società (c.d. *Impact materiality*, che corrisponde all'impostazione della disciplina vigente), anche l'impatto delle questioni di sostenibilità sull'impresa e, pertanto, gli effetti positivi e negativi che l'ambiente e la società hanno sull'organizzazione aziendale (c.d. *Financial materiality*, che apre le porte alla c.d. doppia materialità)⁴¹⁴. In tal modo, la rendicontazione non si limita ad una piana illustrazione consuntiva dei dati, fine a sé stessa, mero adempimento formale ad un

⁴¹³ Sui rischi, molti, dell'introduzione di politiche di sostenibilità in ambito bancario F. RIGANTI, *L'insostenibile leggerezza dell'essere (sostenibili). note brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, p. 185.

⁴¹⁴ L. TRONCI, *op.cit.*, p. 116, il quale sostiene che questa modalità permette il superamento dell'approccio risk oriented, tipico del sistema bancario, per abbracciare una visione duale dei fattori ESG tanto come elementi di rischio da arginare quanto come opportunità da gestire ed inserire nei piani industriali.

obbligo di legge, bensì viene integrata nel processo decisionale quale strumento d'informazione del consiglio di amministrazione e *standard* di assunzione delle decisioni strategiche da parte dello stesso. Detto meccanismo incide direttamente sulla *governance* in quanto l'obbligo di rendicontazione comporta l'esigenza di governare il rischio "ESG" e un'efficace gestione del rischio necessita l'allineamento degli obiettivi d'impresa alle tematiche "ESG". Perché tutto il meccanismo funzioni, ovviamente, servono attività di verifica, di certificazione e attestazione dei dati contenuti nel *report* di sostenibilità (attività di *assurance*).

Le politiche di sostegno e finanziamento dei fattori ESG, quindi, implicano dei forti adattamenti sul piano gestionale e prudenziale dei finanziatori, in particolare delle banche. L'impatto degli stessi si riverbera in ogni ambito, dalla stabilità finanziaria, ai *business plan* aziendali, sino ad una eventuale estensione di responsabilità in caso di scelte errate dei partner da finanziare. La loro introduzione, oltre ad aumentare considerevolmente la portata dei "compiti da assolvere", pare accentuare i profili di eterodeterminazione del governo bancario, dovendosi verificare la corrispondenza del modello e della strategia imprenditoriali dell'ente alle *policy* dell'Unione o alle tendenze più generali in ordine alla transizione verso un'economia sostenibile.

Risulta evidente, pertanto, che i fattori ESG, in particolare la E, segnano profondamente le politiche organizzative e finanziarie del settore bancario. L'alluvionale immissione di provvedimenti di *hard law* e *soft law*, funzionali alla realizzazione di una « sana e prudente gestione sostenibile », aggiunge un altro tassello nel mosaico del legislatore europeo della finanza alternativa, questa volta però dalla parte dell'intermediario finanziatore. A questi vengono richiesti rendiconti, monitoraggi, *rating*, pianificazioni a medio e lungo termine, valutazioni sulla meritevolezza delle imprese finanziate in termini di sostenibilità. Allo stesso tempo, però, questa «*kalokagathìa*»⁴¹⁵ regolamentare, che vuole la banca "bella e brava", motore della ristrutturazione del mercato all'insegna della sostenibilità, corre il pericolo di generare l'ulteriore e paradossale rischio della "insostenibilità" stessa di questo sistema così disegnato. Introdurre finalità finanche estranee alla banca stessa nonché presidi e richieste eccessivamente gravosi o inefficienti, innalzare sempre più la tecnicità e complessità dei controlli gravanti sugli organi di governance, con conseguenti costi che vengono riversati, in qualche maniera, sui clienti, non è detto che non possa comportare l'implosione del sistema sotto il peso del *green swan*.

10. Tirando le fila; il reale obiettivo dell'UE: finanza sostenibile o sostenibilità della finanza.

Una volta giunti alla fine del percorso che ricostruisce il nuovo fenomeno degli investimenti sostenibili, tanto nel contesto di nascita quanto dal punto di vista dei soggetti che lo animano, occorre chiarire a cosa mira davvero l'Unione Europea, ovvero quale sia il reale obiettivo che la spinge a

⁴¹⁵ F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, in *An. giur. econ.*, 2022, p. 326.

incentivare la crescita di questo nuovo settore. Se si orienta, dunque, verso una finanza sostenibile, con l'intento di costruire una «Città della Sostenibilità»⁴¹⁶ o se, attraverso strumenti finanziari che si «preoccupano» anche del sociale e dell'ambiente, aspiri alla sostenibilità della finanza.

Di certo, le numerose crisi, economico-finanziaria, pandemica, ecologica, geopolitica, energetica, che si sono succedute e continuano a succedersi, mettono in crisi i paradigmi su cui poggia l'intero mercato. «Le crisi indeboliscono, frantumano i pilastri materiali sui quali si regge l'equilibrio sociale: le risorse da cui dipende il minimo vitale»⁴¹⁷.

Le crisi insegnano che per rispondere in maniera sistematica e non solo emergenziale alle esigenze del mondo così come si presenta oggi, occorre investire nei «capitali pazienti». Occorre, altresì, pianificare la spesa pubblica, trasformarla in una spesa pubblica «paziente».

Non è sostenibile un sistema che opera solo attraverso la logica del «tutto e subito», del guadagno immediato con conseguenti inevitabili, alti rischi. Non regge la logica puramente speculativa, che sta alla base della crisi di legittimazione etica della finanza, sia privata che pubblica, e che già molte volte ha fallito (si pensi a tutte le crisi, anche mondiali, scatenate da bolle speculative). Quindi, in teoria, finanza sostenibile che incentiva alla sostenibilità dello stesso mercato finanziario.

Il problema, tuttavia, è che ogni qualvolta il legislatore ha introdotto appositi strumenti di raccolta del denaro per finalità sociali e ambientali (come i titoli di solidarietà e il *social lending*)⁴¹⁸, lo ha fatto in un contesto emergenziale. «L'incapienza» delle casse degli Stati impediva di rispondere alla crescente domanda di servizi proveniente dal tessuto sociale e obbligava a ricorrere al pesante aiuto del privato.

Ugualmente emergenziale è il contesto in cui il legislatore ha operato, integrando le infrastrutture normative del sistema bancario e finanziario italiano con regole speciali applicabili a operatori e prodotti di «finanza «etica», «sostenibile» o «socialmente responsabile» (art. 111 *bis* t.u.b.; art. 117 *ter* t.u.f.).

⁴¹⁶ La citazione è di M. MAGATTI, L. GHERARDI, *Sur le renouvellement du capitalisme. Vers un monde «soutenable»?*, in *Revue du Mauss*, 1, 2012, pp. 487-510. Si fa riferimento alla costruzione teorica di due sociologi francesi L. BOLTANSKI, L. THÉVENOT, *De la justification: les économies de la grandeur*, Paris, 1991, che, a partire dal concetto di Economia della Grandezza, elaborano un modello finalizzato a sistematizzare le evoluzioni del capitalismo sul piano culturale, composto da sei Città, ognuna caratterizzata da uno specifico principio di equivalenza, che si correla a un mondo comune, con il quale la teorizzazione viene estesa al mondo delle pratiche quotidiane. Nella città della sostenibilità avrebbe al centro la «responsabilità verso la società nella sua interezza» unita alla «capacità di dare valore alle risorse». Essa poggia sulla figura «dell'ecosistema in equilibrio», opponendo «il lungo periodo al breve» e «una più ampia concezione del benessere» ai tradizionali indici di ricchezza – tra cui, ad esempio, il Pil (i virgolettati sono sempre di Magatti e Gherardi). La sostenibilità si infiltrerebbe nel «nuovo spirito del capitalismo» e punterebbe a creare valore condiviso. Il rischio è sempre quello a cui si accennava sopra: la finalità di rendere sostenibile la città della finanza, sfruttando questa inclinazione per ottenere vantaggi competitivi a fini di profitto, cancellando o indebolendo tutte le altre motivazioni che possono generare «reali» processi di cambiamento, inserendo la razionalità ecologica e sociale nel mercato (B. CELATI, *L'intervento pubblico per la riconversione ecologica dell'economia*, cit. p. 299).

⁴¹⁷ C. MIGNONE, *La sostenibilità in altre parole. divagazioni di un civilista a partire da un esperimento mentale*, in corso di pubblicazione.

⁴¹⁸ A. FACHECHI, *Strumenti di finanziamento alternativi. Il social lending*, in M. FRANCESCA e C. MIGNONE (a cura di), *Finanza di impatto sociale*, cit., p. 287 ss.; M. GIANNINI, *Titoli di solidarietà e inadempimento dell'obbligazione di scopo*, cit.

Di certo, l'incentivo a questo tipo di operazioni risiede anche nel riconoscimento pubblico della loro meritevolezza. Vi è, dunque, un chiaro interesse pubblico alla crescita di strumenti finanziari che "aiutino" a rendere più raggiungibili gli obiettivi in cui i singoli Stati hanno fallito.

In questo contesto, intervengono le innumerevoli normative europee, generali e di dettaglio, più tutte gli adeguamenti nazionali alle stesse, di cui si è cercato, seppure in sintesi, di dare conto nelle pagine precedenti. Nonostante la difficoltà di aggiornare il quadro legislativo, in costante divenire, pare che la strategia unica perseguita sia insistere sulle asimmetrie informative e sugli obblighi di *disclosure* relativi ai c.dd. fattori ESG. I vincoli informativi permeano tanto la fase a monte, ovvero la fase di *product governance*, nella targettizzazione dei *clusters* di mercato a cui vendere questi prodotti, quanto la fase a valle, nella fase di distribuzione alla clientela, stante l'obbligo – già commentato – di assicurare l'adeguatezza degli strumenti offerti o raccomandati in termini di coerenza con le preferenze sociali e/o ambientali dei clienti.

Cambiare tutto perché niente cambi. Ai fini della "transizione" ad un sistema finanziario qualitativamente differente, si aggiungono prodotti, si pubblicizzano *claims green* e *social*, si introduce l'acronimo ESG all'interno di tutti i documenti informativi, anche della stessa *governance* dell'impresa. Sostanzialmente, però, si riconferma il modello neoliberale di tutela dell'investitore, ovvero lo stesso modello che ha generato la catastrofica crisi dei mutui *subprime* e dei derivati tossici. In una realtà totalmente avulsa dal contesto tradizionale della finanza, si continua a pretendere di introdurre elementi qualitativi attraverso la semplice tecnica «dell'innesto»⁴¹⁹, ossia di aggiunta dei termini di nuovo conio, quali "sostenibilità", "ESG", "rischio di sostenibilità" etc., all'interno della normativa preesistente fondata su tutt'altro paradigma.

Non stupisce, pertanto, che molte questioni restino aperte.

La prima domanda è cosa sia davvero sostenibile e cosa no. Come si rende sostenibile un investimento e dove sia il confine reale tra la finanza sostenibile e di impatto e la finanza tradizionale. Ossia, se per differenziare le due fattispecie sia sufficiente che i prodotti venduti come ESG abbiano

⁴¹⁹ Così intelligentemente chiamata da C. MIGNONE, *op.ult.cit.*, p. 15.; sulla stessa linea critica contro la policy europea scelta si veda M. GARGANTINI, M. SIRI, *Informazione derivata e sostenibilità: la regolazione dei rating e dei benchmark ESG nell'Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 637: «L'impressione generale che si ricava osservando la disciplina della finanza sostenibile è che si stia sviluppando un nuovo settore del diritto europeo che rispecchia, sotto molti aspetti, il "vecchio" mondo del diritto dei mercati finanziari. In particolare, il quadro normativo che deriva dalle novità sopra ricordate sembra destinato a sfociare rapidamente nella creazione di un sistema dalla complessità comparabile, se non superiore, a quella del suo corrispettivo più collaudato» e anche «Includere i fattori ESG tra i criteri adottati del definire la composizione del portafoglio non è qualitativamente diverso dall'includere altri criteri rilevanti che misurano i rischi finanziari [...]. Questo non significa, tuttavia, che i problemi di regolamentazione siano identici a quelli presenti nella finanza tradizionale. Le metodologie per la definizione dei rating, così come degli indici e dei benchmark, richiedono inevitabilmente alcuni adattamenti».

delle ricadute o promettano semplicemente di avere delle ricadute positive su ambiente e sociale, al di là dei risultati effettivi⁴²⁰.

Inoltre, ci si domanda che peso debba tenere il fine di sostenibilità per rientrare nella categoria suddetta. Una volta che il cliente ha espresso le sue preferenze di sostenibilità, come si valuta l'interesse prevalente tra impatto e profitto nella causa dell'operazione? Quanto rilievo assume il collegamento funzionale tra misurazione dei risultati sociali e/o ambientali e redditività dell'investimento (come nei *social impact bond*)?

Dare una risposta a questi interrogativi non è compito semplice. Una volta definito il concetto di investimento sostenibile, riempirlo di significato e dettarne il funzionamento tanto nella fase fisiologica, quanto soprattutto nella fase patologica del rapporto in cui si introduce, non è compito semplice.

Basti solo pensare alla difficoltà, già più volte evidenziata, di creare una tassonomia univoca che permetta di qualificare un'attività come *green* o *social*. Se la tassonomia *social* ha tardato, esta tardando moltissimo a formarsi, stante la difficoltà di criteri come la parità di genere, l'immigrazione, la qualità del lavoro, ad essere misurati e quantificati, anche gli stessi criteri ambientali, come il tasso di CO₂ etc., che sembravano più abordabili nella misurazione, messi alla prova stanno creando disparità di trattamento tra imprese e dando risultati contraddittori, ingenerando di conseguenza le prime contestazioni giudiziali, dagli esiti fumosi⁴²¹.

Quanto appena detto diluisce di gran lunga il fine dell'Unione Europea di investire in progetti di economia reale dal profilo meritevole. Infatti, come già si è suggerito all'inizio di questo lavoro, se manca la certezza del contenuto sostanziale di tali operazioni, ossia di cosa effettivamente detto investimenti promuovono, come misurarlo e quali conseguenze genera sul rapporto a valle, è molto facile arrivare alla conclusione che l'apparente orientamento di masse ingenti di capitali verso tali progetti non alimenti davvero un nuovo e meritevole settore, quale la finanza sostenibile, bensì celi l'ennesimo tentativo di rendere sostenibile il mercato finanziario attraverso l'estrazione di guadagno e

⁴²⁰ «Ogni prodotto finanziario che si rivolge a un'impresa nei settori del riciclo dei rifiuti, delle energie rinnovabili o dell'integrazione sociale dei migranti è perciò stesso sostenibile?» C. MIGNONE, *op. ult. cit.*, p. 15.

⁴²¹ Si pensi al ricorso proposto il 17 settembre 2022, ClientEarth c. Commissione (Causa T-579/22), in *GUUE*, 6 giugno 2023, C45/16. Nel Regolamento Tassonomia, all'art. 10, par. 3, e all'art. 11, par. 3, si richiede alla Commissione di adottare atti delegati che stabiliscano i criteri di vaglio tecnico per determinare, in primo luogo, le condizioni alle quali una specifica attività economica si qualifica come un contributo sostanziale alla mitigazione o all'adattamento ai cambiamenti climatici e, in secondo luogo, se tale attività economica non arreca un danno significativo a uno o più obiettivi ambientali. Nel Regolamento delegato n. 2021/2139, la Commissione ha stabilito che la bioplastica e l'uso della biomassa forestale per la bioenergia siano considerabili quali «investimenti verdi». Secondo ClientEarth, organizzazione senza scopo di lucro con sede in Bruxelles, avente per finalità la protezione degli ecosistemi, delle persone e del pianeta, questa etichetta è illegittima in quanto la Commissione avrebbe ignorato una serie di elementi essenziali del regolamento sulla tassonomia e sarebbe incorsa in errori manifesti circa le prove scientifiche relative alla combustione della biomassa forestale per produrre energia, alla produzione di OBC e alla produzione di bioplastiche. Una volta il primo di questi motivi l'atto delegato sulla tassonomia e il clima dell'UE verrà annullato, con evidenti gravi ripercussioni sulla regolamentazione della finanza sostenibile nel contesto europeo. Cfr. C.V. GORTSOS e D. KYRIAZIS, *The Taxonomy Regulation and its Implementation*, in *EUSFiL Research Working Paper Series*, 2023, 1, disponibile su eusfil.eu/working-papers.

la raccolta di capitale (soprattutto privato) da settori *welfare* tradizionalmente estranei a logiche speculative⁴²². Sfruttando, quindi, l'onda ecologista e solidale che, a seguito della pandemia e dei sempre più frequenti cataclismi ambientali, attrae il singolo individuo verso investimenti in cui sente di "fare la sua parte per il mondo" senza assecondare solo il sentimento egoistico di ricerca di puro lucro.

Si ritorna, circolarmente, alla "provocatoria" domanda iniziale: «Salvati dalla finanza?»⁴²³. Ovvero, al dilemma se l'applicazione della logica necessariamente speculativa che sta all'origine del mercato finanziario si possa davvero piegare alle necessità sociali e ambientali, o se invece occorra guardare al fenomeno con "due occhi" critici. Segnatamente, i sociologi, con riferimento al fenomeno più evocativo della finanza di impatto, il *social impact bond*, lo riducono ad un ulteriore tentativo di estrarre profitto dai servizi alla persona a discapito, soprattutto dei beneficiari dell'investimento, i quali sono trattati alla stregua del «sottostante di un qualsiasi derivato finanziario»⁴²⁴.

Se lo scopo ultimo deve essere «la effettiva funzionalizzazione dei mercati finanziari al benessere delle persone», allora occorrerà aprire una «via continentale» alla finanza d'impatto⁴²⁵ e ripensare i rapporti partendo dall'interesse del soggetto risparmiatore che agisce in virtù di uno spirito solidale che si compenetra con il desiderio di guadagno.

Ciò significa, principalmente, qualificare questo interesse, giuridicamente meritevole, al conseguimento delle finalità sociali e ambientali promesse in fase di acquisto del prodotto.

Significa superare la immedesimazione tra idealità dello scopo e assenza di lucro soggettivo, caratterizzante gli enti del I libro del c.c., così come la apparente dicotomia tra i negozi egoistici-retributivi ed i negozi altruistici-liberali. I primi incentrati nel trarre profitto dagli investimenti, senza alcun peso dato ad eventuali esternalità "positive" ambientali o sociali, i secondi orientati a donare capitale per fini altruistici, senza un ritorno economico.

Occorre, dunque, vagliare la situazione del risparmiatore alla luce delle preferenze di sostenibilità che ne orientano gli acquisti. Ammettere che l'interesse economico coesiste con un interesse "non

⁴²² Già F. CAPRIGLIONE, *Cooperazione di credito e "finanza etica"*, cit., p. 41, trattando delle banche etiche, in particolare della equivoca sovrapposizione tra mutualità e solidarietà, sosteneva che si finisce col ritenere "etica" una condotta che, invece, è finalizzata unicamente alla conquista di alcuni settori di mercato. È evidente come in tali ipotesi si confonda l'ordinaria disponibilità all'*agere bancario* con un'operatività concretamente solidale e intenzionalmente volta al perseguimento di fini caritatevoli; si scambia l'interesse al profitto con l'impegno a favore degli indigenti e degli emarginati.

⁴²³ D. CASELLI e J. DAGNES, *Salvati dalla finanza*, in *Autonomie locali e servizi sociali*, 2018, p. 205.

⁴²⁴ La frase è di C. MIGNONE, *Finanziarizzazione del welfare e funzione degli atti di autonomia*, in *Rass. dir. civ.*, 2021, p. 580; la critica è di F. RUCCO, *Il welfare come bene comune: estrazione di valore, prospettive di finanziarizzazione e autodifesa della società*, in *Hermes J. Communication*, 2018, 11, p. 29 ss. Come sottolinea a M. MUSELLA, *Finanza sociale e sviluppo dell'economia civile. Una introduzione*, in M. FRANCESCA e C. MIGNONE (a cura di), *Finanza di impatto*, cit., p. X: «il ruolo della finanza è di servire le attività produttive e non di servirsene per autonutrirsi».

⁴²⁵ «In effetti, siamo alla ricerca di una via 'continentale' all'impact investing, che recepisca gli aspetti più interessanti del modello anglosassone, valorizzando tuttavia le nostre radici»: G. MELANDRI, *Introduzione*, in *La finanza che include gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia. Rapporto Italiano della Social Impact Investment Task Force istituita in ambito G8*, 2014, p. 13.

patrimoniale”, altruistico che, invece di rappresentare un «“disinteresse” nel senso di indifferenza verso gli usi che il ricevente faccia della somma trasferita»⁴²⁶ è, al contrario, portatore di conseguenze, tutte ancora da vagliare, in ipotesi di “tradimento” dello scopo altruistico prescelto.

Il problema irrisolto, dunque, è trovare un punto di incontro tra le anime personalistiche e solidaristiche della finanza sostenibile e la stabilità e la gestione dei rischi della finanza tradizionale, in modo da innovare ma non compromettere il sistema, bensì da regolamentarlo. Altrimenti, l’agire finanziario alternativo di cui tutti parlano resterà sempre un guscio vuoto adornato di etichette *green* e *social*, utili solo a perseguire guadagno attraverso prodotti dai nomi solo più evocativi ed accattivanti.

Ciò significa, ovviamente, tra le altre domande, chiedersi se questo interesse altruistico possa essere ricondotto nell’alveo dell’art. 1174 c.c. sotto la dicitura “interesse non patrimoniale” e, di conseguenza, se la violazione del suddetto interesse possa condurre ad una immeritevolezza della stessa operazione ai sensi dell’art. 1322, comma 2, c.c.

⁴²⁶ P. FEMIA, *Partecipazione associative e rapporto giuridico*, in P. PERLINGIERI (a cura di), *Partecipazione associativa e partito politico*, 1993, p. 25 ss.

CAPITOLO II

PATRIMONIALITA' E SOSTENIBILITA' NEL RAPPORTO DI INVESTIMENTO

SOMMARIO: 1. Patrimonialità della prestazione e interesse anche non patrimoniale del creditore (art. 1174 c.c.). La prospettiva “classica”. – 2. La “depatrimonializzazione” del diritto privato. La centralità del valore “persona”. – 3. Gli istituti giuridici di rilevanza dell’interesse non patrimoniale del creditore nel codice civile; dalle associazioni, ai comitati, agli Enti del Terzo Settore. Dalla idealità pura alla idealità come solidarietà sociale fino alla difficile convivenza tra Scopo lucrativo e scopo ideale. - 1) Associazioni, fondazioni e comitati; - 2) Enti del Terzo Settore. – 4. Leva egoistica come motore del privato alla realizzazione di interessi socio-ambientali. – 5. La ricerca di un equilibrio tra rendimento economico e sostenibilità. Il contenuto della situazione giuridica del risparmiatore nel rapporto di investimento con preferenze ESG. Facoltà e poteri. - 5.1. Obblighi di informazione. Criticità del modello informativo. - 5.1.2. La nuova funzione assunta dall’informazione - 5.2. La consulenza finanziaria: la rilevanza della profilatura del cliente in ordine alle preferenze di sostenibilità (la valutazione di adeguatezza secondo il nuovo modello di finanza). - 5.3. Conflitto di interessi e interessi in conflitto – 6. Preferenze di sostenibilità. Il ruolo degli interessi in gioco.

1. Patrimonialità della prestazione e interesse anche non patrimoniale del creditore (art. 1174 c.c.). La prospettiva “classica”.

Già da tempo, agli albori del mercato della finanza sostenibile, v’era chi aveva intuito che l’«impresa di finanza etica» (al pari dell’impresa *non profit* e delle cooperative sociali) fosse inscrivibile in quella zona grigia di «punto di contatto» tra situazioni giuridiche soggettive esistenziali non patrimoniali, ovvero attinenti all’essere, e situazioni giuridiche soggettive patrimoniali, attinenti all’avere, ponendosi di conseguenza il problema di comprendere «come, in che misura e con quali tecniche, il valore persona influenzi il regolamento giuridico definito patrimoniale»⁴²⁷. La domanda aveva dato la stura al dibattito che avrebbe portato al riconoscimento della cd. “depatrimonializzazione del diritto civile”. Nato come dibattito dal retrogusto apparentemente teorico, assume ben presto centralità nell’elaborazione delle nozioni e nella costruzione del sistema giungendo sino alla realtà attuale, fornendo le basi per una lettura “ecologicamente” e “socialmente” orientata delle categorie del diritto privato, prima fra tutte quella dell’obbligazione, prototipo dei rapporti giuridici patrimoniali⁴²⁸.

Il paradigma patrimonialistico ha sempre caratterizzato tutte le ricerche volte a indagare il «rapporto tra valore giuridico e valore economico, tra conflitti che possono essere mediati dal paradigma monetario e bisogni, istanze ed interessi viceversa in traducibili in pura quantità»⁴²⁹.

⁴²⁷ P. PERLINGIERI, *L’interesse non patrimoniale e i contratti*, cit., p. 20.

⁴²⁸ E. CATERINI, *Sostenibilità e ordinamento civile. Per una riproposizione della questione sociale*, cit.; M. PENNASILICO, *Sviluppo sostenibile e “contratto ecologico”: un altro modo di soddisfare i bisogni*, in ID. (a cura di), *Contratto e ambiente. L’analisi “ecologica” del diritto contrattuale (Atti dell’omonimo Convegno – Bari, 22-23 ottobre 2015)*, Napoli, 2016.

⁴²⁹ C. MIGNONE, *Recensione di Delia La Rocca, Diritti e denaro*, in *Rass. dir. civ.*, 2009, p. 1196.

Il diritto civile stesso, per lungo tempo, soprattutto a seguito della “commercializzazione” del codice civile, è stato considerato terreno elettivo della patrimonialità, la quale ne colorava i principali istituti (diritti reali, obbligazioni, contratto, bene giuridico, impresa) fino a divenire presupposto che modella tutto il sistema. E ciò, nonostante la totale assenza di una sua univoca definizione, data per scontata come fosse un «postulato che non esige alcuna dimostrazione»⁴³⁰ ma in generale, ed in estrema semplificazione, ricondotta sempre all’accezione di “suscettibile di valutazione economica”⁴³¹.

Di certo, quando si parla di “patrimonialità” non si può non iniziare l’indagine dall’art. 1174 c.c., più in generale, dalla definizione di obbligazione la quale – per lo meno in Italia – è l’unica a farne apertamente riferimento. Il precetto ha consentito che si insinuasse nel rapporto giuridico un elemento alieno alla patrimonialità quale, appunto, l’interesse non patrimoniale, il cui ruolo rispetto al vincolo obbligatorio è stato molto controverso.

Il dibattito sull’equilibrio tra prestazione patrimoniale del debitore e interesse anche non patrimoniale del creditore supera i confini geografici dell’Italia e si perde nel tempo. Le teorie si assommano; alcune valutano solo il lato della prestazione quale obbligatoriamente patrimoniale; altre lo misurano con l’interesse contrapposto, ammettendo solo alle volte la sua possibile non patrimonialità; altre ancora giustificano la patrimonialità di entrambi solo nella prospettiva patologica di possibile quantificazione del risarcimento del danno.

In estrema sintesi, giuristi dal calibro di Savigny, Hellwig, Kohler e Dernburg⁴³², così come Pothier, sostenevano che, affinché si crei un vincolo tutelabile, sia la prestazione che l’interesse creditorio

⁴³⁰ Molto interessante la disamina di D. LA ROCCA, *Diritti e denaro. Il valore della patrimonialità*, Milano, 2006, p. 2 ss., la quale parte dalla ricostruzione della funzione della patrimonialità per approdare al suo contenuto.

⁴³¹ A. SILVA SANCHÉZ, *La patrimonialidad de la prestación y la protección del interés no patrimonial (en el derecho romano y en la dogmática jurídica moderna)*, Extremadura, 2001, p. 254 ss., si occupa di definire il confine tra patrimonialità e pecuniarietà della prestazione. Se “pecuniario” assume un contorno ben preciso perché riguarda una prestazione in denaro, “patrimoniale” si riferisce a tutti i tipi di prestazione, incluse quelle che hanno una conversione pecuniaria indiretta come conseguenza del non adempimento. La patrimonialità sarebbe, per l’A., «*pertenencia al patrimonio – en cuanto susceptible, que no necesario, de valoración en dinero, incluido en el saldo*». In tema, alcuni codici sudamericani (art. 630, codice civile di Costa Rica e art. 1169 dell’ex codice civile argentino) seguono i postulati di Savigny, riconoscendo espressamente non la patrimonialità, bensì la pecuniarietà della prestazione. Ciò in quanto, secondo le parole di D. VÉLEZ SANSFIELD, *Notas referida al Código civil argentino, Introduccion*, Buenos Aires, 1989, se la prestazione oggetto del contratto fosse suscettibile di valutazione economica ma non presentasse alcun vantaggio apprezzabile in denaro per il creditore, questi non potrebbe chiederne la esecuzione a meno che la stipula non avesse tenuto in considerazione l’adempimento di un dovere morale.

⁴³² F.C. VON SAVIGNY, *Obligationenrecht I* (1851), pp. 4-7 (*Le Obbligazioni*, Traduzione italiana di Giovanni Pacchioni con Appendici, Torino, vol. I, 1912-15, p. 335 ss.); K. HELLWIG, *Die Verträge auf Leistung an Dritte*, Leipzig, 1899; J. KOHLER, *Obligationsinteresse*, in *Arch. f. bürgerl. Recht*, XII, 1899; A. DERNBURG, *Diritto delle obbligazioni*, Prima Traduzione dal tedesco di Bernardino Cicala, con prefazione di Scialoja, e Chironi, Torino, 1903. In Italia, G. GIORGI, *Teoria delle obbligazioni nel diritto moderno italiano*, Vol. I, Firenze, 1924, pp. 36-37; A. PACCHIONI, *Appendice I della traduzione di F. C. Von Savigny, Le Obbligazioni*, Torino, vol. I, 1912-15, appendice I, p. 527 ss., § 7, «quando l’obbligo giuridico ha per oggetto una prestazione che cade nella sfera dei liberi scambi, ed ha contenuto essenzialmente privato, e può essere soddisfatta per equivalente economico, allora esso prende una configurazione tutta speciale e diventa la vera e propria obbligazione del diritto patrimoniale

debbano avere una veste patrimoniale. Se così non fosse, tali doveri non potrebbero qualificarsi come obbligazioni. In particolare, Savigny sostiene già la correlazione necessaria tra prestazione e interesse. Tuttavia, l'attenzione che Savigny dedica all'interesse è minima rispetto a quella spesa per la patrimonialità della prestazione, che egli ritiene di importanza fondamentale. L'Autore sceglie di marginalizzare l'interesse, esaltando l'elemento più concreto e reale della prestazione in quanto, nel suo pensiero, il primo nulla dice sul vincolo e a nulla è utile nella distinzione tra obblighi giuridici e non giuridici⁴³³.

Alle stesse conseguenze ma da una prospettiva diversa, che fissa il baricentro proprio nell'interesse, giunge Pothier il quale sostiene il carattere necessariamente patrimoniale dell'interesse del creditore perché solo così l'obbligazione è giuridica ed esigibile⁴³⁴. Per l'autore il vincolo esiste in quanto esigibile nel foro civile. La patrimonialità dell'interesse non è altro che il risultato logico che connette il danno (quantificabile) all'azione (risarcimento), alla validità civilistica dell'obbligazione.

Dal canto suo Dernburg definisce come "scopo" l'interesse nell'obbligazione, affermando che quel che interessa al creditore è, in definitiva, il risultato che deve ottenersi mediante la prestazione.

Hellwig, invece, considera il diritto delle obbligazioni come parte integrante del diritto patrimoniale, e il contratto di conseguenza come uno strumento del commercio. Per questi, ammettere la rilevanza di interessi non patrimoniali, quindi, contraddirebbe l'essenza stessa dei crediti che hanno per ambito di applicazione il panorama economico. L'Autore tende, comunque, a reputare generalmente irrilevante l'interesse del creditore alla prestazione, sottolineando che, in caso di inadempimento, l'elemento a cui il giudice farà riferimento per la liquidazione del danno creditorio sarà, esclusivamente, il valore della prestazione mancata. A differenza degli altri, però, quest'ultimo taglia l'obbligazione in due, rendendo indipendente l'elemento dell'interesse rispetto alla prestazione.

privato [...] e l'interesse che l'adempimento soddisfa e che l'inadempimento lede è sempre un interesse privato e patrimoniale. La caratteristica fondamentale dell'obbligazione del diritto patrimoniale consiste dunque in ciò, che essa può essere realizzata».

⁴³³ Se la prima si concepisce esclusivamente come pecuniariamente valutabile, di conseguenza anche l'interesse da essa dipendente non potrà che essere pecuniario. Entrambi devono avere la medesima natura. Tuttavia, l'attenzione che Savigny dedica all'interesse è minima rispetto a quella spesa per la patrimonialità della prestazione, che egli ritiene di importanza fondamentale. Seguendo, così, la tradizione romanistica nella quale se è vero che l'interesse è l'utilità che vorrebbe raggiungere il creditore; quindi è un'aspirazione, un indirizzo della volontà, una valutazione non necessariamente collegata al patrimonio ma anche derivante da esigenze personali e vitali dello stesso, è altresì vero che questi non ricopre quasi mai un ruolo essenziale nell'obbligazione; potendo assumere connotati anche non patrimoniali, è semplicemente considerato un "accessorio" della prestazione, senza acquisire rilevanza concreta. Unici casi in cui, si attribuisce ad esso un qualche valore sono quelli nei quali interesse e prestazione condividano, appunto, la medesima natura patrimoniale: in tal caso l'interesse supporterebbe la prestazione e sarebbe utile ad affermare la rilevanza del vincolo per il diritto (PAPINIANO, D. 18.7.6 e 18.7.7. Sui passi papiniani cfr. A. SICARI, *Lege veditiois, Uno studio sul pensiero giuridico di Papiniano*, Bari, 1996, pp. 65, 290 e 313).

⁴³⁴ J.R. POTHIER, *Trattato delle obbligazioni*, Trad. it. Napoli, 1842, V ed., vol. 1, p. 81 ss., sostiene che l'interesse deve essere "apprezzabile" economicamente perché se così non fosse il debitore potrebbe non compiere la promessa e rimanere impunito. I danni da risarcire altro non sono, infatti, che la stima dell'interesse che il creditore vuole si realizzi.

Si centra, quindi, l'attenzione sull'esecuzione patrimoniale, si relegano gli interessi personali fuori dal perimetro di rilevanza dell'esistenza e funzionamento della obbligazione e si qualifica la valutabilità pecuniaria come limite alla nascita di un'obbligazione con interessi leciti.

La scelta di quest'orientamento, sfumature di grigio a parte, ha una valenza pratica: la natura economica della prestazione, così come quella dell'interesse, permette la sua esigibilità. Giustifica, in ultima istanza, la responsabilità patrimoniale del debitore.

Totalmente contrario il pensiero di Brinz, Windscheid e Rudolf von Jhering⁴³⁵ le cui tesi trovano diffusione tale da riuscire ad influenzare anche i redattori del codice germanico e di alcuni codici sudamericani⁴³⁶. Costoro analizzano l'obbligazione prendendo come punto di riferimento privilegiato non solo la prestazione ma anche l'interesse che la accompagna, che considerano sempre rilevante anche qualora sia di natura morale, affettiva, e in genere non patrimoniale. Tale dottrina parte dal concetto che l'interesse alla base del vincolo obbligatorio, se anche avente natura non economica, non possiede per questo meno importanza. Qualunque interesse del creditore, anche puramente morale, può essere dedotto nell'obbligazione e ricevere la relativa tutela, purchè si tratti di interessi seri ed apprezzabili e salvo: "che manchi la volontà di obbligarsi o che si tratti di mero capriccio". Se così non fosse il diritto civile sarebbe solo il diritto dei beni materiali. Gli altri sarebbero "cose private di valore" e non resterebbe all'interprete che occuparsi "della borsa del cittadino e se questo non possiede una borsa, allora non c'è diritto".

In questa oscillazione si inserisce la "presa di posizione" del codice civile italiano manifestatasi in forma di "compromesso" tra chi, come Betti⁴³⁷, riteneva connaturata all'idea stessa dell'obbligazione la sussistenza di un interesse "apprezzabile in denaro" e chi sosteneva che a fondamento del rapporto bastasse porre un interesse del creditore, anche non patrimoniale, ma giuridicamente fondato. Della prima istanza, l'art. 1174 c.c. recepisce l'oggettivazione, la calcolabilità della prestazione che deve

⁴³⁵ B. BRINZ, *Kritische Blatter*, n. 3, 1853, in *Le Obbligazioni*, Traduzione italiana di Giovanni Pacchioni con Appendici, Torino, vol. I, 1912-15, appendice I, p. 491; B. WINDSCHEID, *Pandekten*, parte I, vol. II, Dussendorf, 1873, par. 250 e 251, (per la traduzione italiana, Bensa e Fadda, Torino, ed. Utet, 1890-1897), «nella coscienza nostra, oggi, è profondamente radicata l'idea che vi siano certe esigenze di contenuto morale, non economico di cui il diritto deve preoccuparsi, tutelandole»; R. VON JHERING, *Lo scopo nel diritto* (1877), trad. di M.G. Losano, Torino, 1972, vol. I; in realtà anche J. KOHLER, *Das Obligationsinteresse*, in *Archiv. Fur Burg. Recht*, 1899, vol. 12, p. 13, rimarca che, concepire l'interesse come rilevante solo se pecuniario rappresenta: «un residuo dell'economia dei popoli antichi, fondata sulla schiavitù».

⁴³⁶ Come, ad esempio, il codice cileno, il quale non inserisce alcuna classificazione o enumerazione dei requisiti e degli elementi essenziali che dovrebbero comporre l'obbligazione. O quello peruviano nel quale *el carácter patrimonial de la prestación no es mencionada de manera expresa en libro VI «Derecho de obligaciones» del Código Civil*, tuttavia, fa presente J.C. MENDIZÁBAL GALLEGOS, *El concepto de obligación: como situación jurídica*, in *Revista derecho*, 2015, p. 25 ss., *ello debe buscarse a partir de una interpretación sistemática, como por ejemplo el artículo 1529º «el vendedor se obliga a transferir la propiedad de un bien al comprador y éste a pagar su precio en dinero»*.

⁴³⁷ E. BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, I, 1953, p. 51: «la necessità che la prestazione abbia carattere patrimoniale può chiaramente dedursi dai principi generali del nostro ordinamento e, certamente, non sarebbe necessario che lo stabilisca esplicitamente la legge». Betti, tuttavia, parlava altresì di "interesse moralmente profittevole".

essere patrimoniale; della seconda, accoglie l'idea dell'ampliamento dell'area di tutela del diritto di credito, introducendo l'interesse anche non patrimoniale del creditore⁴³⁸.

La nuova dicitura non frena il dibattito, molto fervente e molto complesso, attorno agli elementi patrimoniali e non dell'obbligazione. In questo panorama così frastagliato emerge la tesi di Scialoja, che distaccandosi dagli assolutismi, denuncia una "confusione" tra prestazione ed interesse, entrambi elementi essenziali per l'esistenza dell'obbligazione eppure bisognosi di distinzione. Se la prestazione deve essere patrimoniale, o meglio, suscettibile di valutazione economica, l'interesse, che è altro rispetto a quest'ultima, può soddisfare utilità economiche come anche scopi morali, ideali, affettivi o sentimentali, senza che ciò metta in dubbio la sua rilevanza⁴³⁹.

Infatti, nonostante permanga una fronda di autori che marginalizzano la portata dell'interesse non patrimoniale perché di "incerta qualificazione"⁴⁴⁰, la maggior parte della dottrina cerca di venire incontro a nuove esigenze, creando un diritto che non presti attenzione alle sole istanze patrimonialiste senza alcun riguardo per l'interesse sotteso alla prestazione. Giorgianni, ad esempio, sostiene che l'interesse, lungi dall'essere un elemento superficiale e inutile dell'obbligazione, abbia invece una funzione determinante per operare la distinzione tra obblighi giuridici e altri rapporti privi di precettività. L'interesse qualifica la giuridicità del vincolo e si integra con la prestazione. Il legislatore, accostando il carattere patrimoniale della prestazione all'interesse anche morale del creditore, avrebbe creato un connubio imprescindibile: da un lato avrebbe optato per una prestazione apprezzabile in termini di sacrificio patrimoniale del debitore, e dall'altro avrebbe scelto, come contrappunto, un tipo di interesse, anche non patrimoniale, del creditore. L'obbligazione è, per definizione e per natura, lo strumento che assicura la realizzazione dei valori di scambio e per ciò è opportuno un controbilanciamento di tale carattere con il riferimento ai «più nobili scopi o idealità cui l'obbligazione può essere strumentalmente preordinata»⁴⁴¹.

⁴³⁸ Una presa di posizione del 1942. Il primo codice, infatti, del 1865, utilizzava l'istituto dell'obbligazione per la regolamentazione di quei vincoli nascenti nell'ambito degli scambi di mercato in un'ottica patrimoniale ed economica. Ciò è suffragato dal fatto che lo *ius scriptum* integrativo della disciplina del Codice Civile è costituito dal Codice del Commercio, il quale tratta la disciplina delle "Obbligazioni commerciali in generale" nel titolo VI, agli artt. 35 e seguenti (Codice civile del Regno d'Italia, 1865, artt. 1097 – 1235, Libro III, Titolo IV. le prime disposizioni che aprono il Titolo IV, dedicato alle "obbligazioni e contratti in genere", sono proprio relative ai negozi stipulati secondo il diritto privato). Dell'affinità esistente tra obbligazione e commercio tratta V. POLACCO, *Le obbligazioni nel diritto civile italiano*, II ed, Roma, 1898, p. 6, che scrive: «balza immediatamente agli occhi di ognuno il rapporto intimo di questa parte del diritto civile col diritto commerciale, diritto contrattuale per eccellenza, che presuppone la nota teoria generale delle obbligazioni quale è fornita dal codice civile».

⁴³⁹ V. SCIALOJA, *Diritto delle Obbligazioni* (lez. Diritto romano), s.d., Roma, 1889-90, p. 42, p. 79 ss.

⁴⁴⁰ G. CIAN, *Interesse del creditore e patrimonialità della prestazione: valore normativo dell'art. 1174 cc.*, Padova, 1968, p. 222; P. RESCIGNO, *Per una rilettura del codice civile*, in *Giur. it.* 1968, IV, p. 244 ss., che sostiene che la patrimonialità è indice della giuridicità del vincolo perché si determini come obbligazione in senso tecnico; P. BARCELLONA, *Diritto privato e società moderna*, Napoli, 1996, p. 374.

⁴⁴¹ M. GIORGIANNI, *L'obbligazione: la parte generale delle obbligazioni*, Milano, 1951, vol. I, p. 33. *Contra*, L. BARASSI, *La teoria generale delle obbligazioni*, vol. I, *La struttura*, Milano, 1946, p. 113.

Medesima apertura si riscontra nella dottrina spagnola, il cui codice civile, all'art. 1088, non definisce il contenuto dell'obbligazione ma solo le fattispecie della stessa⁴⁴². Resta, pertanto, in silenzio sulla necessaria patrimonialità o meno della prestazione e non menziona in assoluto l'interesse del creditore. Autori dal calibro di Casta, Puig Peña e Espín Cànovas⁴⁴³, hanno tuttavia ritenuto concorrenti nell'obbligazione l'interesse del creditore ed il carattere proprio della prestazione. Il primo può essere non patrimoniale nonostante non ci siano dubbi che, al di là del silenzio legislativo, la prestazione debba avere un carattere patrimoniale. Díez Picazo, ad esempio, sostiene che le singole prestazioni si integrino nell'obbligazione come un "*marco institucional*" che serve da causa alla realizzazione degli interessi delle parti. Di conseguenza, tutti i beni delle obbligazioni di dare posseggono un valore economico; allo stesso modo di servizi e obbligazioni di non fare che, poiché rappresentano un sacrificio economico, sono suscettibili di valutazione economica se oggettivamente considerati⁴⁴⁴.

La patrimonialità, tuttavia, viene messa in dubbio da un'altra parte della dottrina in quanto, nonostante si sia detto il contrario, non esiste norma alcuna nel codice che possa giustificarla, né che elenchi ciò che è suscettibile di traffico giuridico o cosa possa essere parte integrante della relazione giuridica. Ciò, secondo alcuni, significherebbe una impossibilità di esigerla quale requisito essenziale⁴⁴⁵.

⁴⁴² Art. 1088 c.c.: «*Toda obligación consiste en dar, hacer o no hacer alguna cosa*». Così anche i codici francese, olandese, portoghese, svizzero e il BGB tedesco, che non riconoscono la patrimonialità né in forma espressa né in forma tacita.

⁴⁴³ J. CASTÁN TOBEÑAS, *Derecho civil español, común y foral: Tomo I: Introducción y parte general. Volumen 2: Teoría de la relación jurídica. La persona y los derechos de la personalidad. Las cosas*, Madrid, 2007, p. 52; D. ESPÍN CÀNOVAS, *Manual de derecho civil español*, Madrid, 1951, p. 45; così anche J. SANTOS BRIZ, *Derecho civil: teoría y practica*, in *Revista de derecho privado*, 1973, p. 30; J.L. DE LOS MOZOS, *Concepto de obligación*, in *Revista de derecho privado*, 1980, p. 92; F. PUIG PEÑA, *Compendio de Derecho Civil*, Pamplona, 1979, p. 14, che rinvia all'art. 1101 c.c. per la giustificazione della patrimonialità, relativo al risarcimento del danno. L'articolo afferma: «*Quedan sujetos a la indemnización de los daños y perjuicios causados los que en el cumplimiento de sus obligaciones incurrieren en dolo, negligencia o morosidad, y los que de cualquier modo contravinieren al tenor de aquéllas*». Anche qui però, secondo A. SILVA SANCHEZ, *op.cit.*, p. 253, il codice non fa riferimento alla prestazione che deve avere necessariamente contenuto patrimoniale ma solo alla semplice responsabilità in capo al debitore o al suo patrimonio in caso di inadempimento della prestazione e la forma in cui questo verrebbe pregiudicato.

⁴⁴⁴ L. DIEZ PICAZO, *Fundamentos de derecho civil patrimonial*, I ed., Madrid, 1983, p. 361 e ID., *El contenido de la relación obligatoria*, texto lección tenida en el Paraninfo de la Universidad de Santiago de Compostela, 18 gennaio 1964, p. 249 ss. Unico limite a quanto detto sarebbe una prestazione, senza alcuna portata economica, quale oggetto unico dell'obbligazione. Un'ipotesi di difficile realizzo che, però, determinerebbe una figura giuridica distinta non riconducibile ad una vera e propria obbligazione.

⁴⁴⁵ A. HERNÁNDEZ GIL, *Derecho de obligaciones. La obligación y su estructura, doctrina general de las fuentes de las obligaciones, cumplimiento, pago de las deudas de dinero, problemas de fluctuación y estabilización monetaria*, Madrid, 1972, il quale fu anche il primo in Spagna ad aprire il dibattito sul tema. L'A. non è soddisfatto della teoria intermedia, come quella italiana, che crea indipendenza tra i due fattori interesse e prestazione. Ciò in quanto il fatto di riconoscere l'interesse anche non patrimoniale non giunge ad escludere la patrimonialità della prestazione ed a negare che una prestazione, non valutabile a livello economico, possa integrare perfettamente l'oggetto della obbligazione e condurre a conseguenze giuridiche.

Tra gli articoli che potevano giustificare indirettamente la patrimonialità vi sarebbe l'art. 1271.1 c.c. il quale afferma: «*pueden ser objeto de contrato todas las cosas que no estan fuera de comercio de los hombres, aun las futuras*». Autori come F.C. DE DIEGO, *Instituciones de derecho civil español*, Madrid, 1929, p. 15, sostenevano che la parola "*comercio*" avesse una connotazione di tipo económico e potesse determinare l'importanza che le

Eppure il semplice fatto che non venga espressamente riconosciuta non può, secondo altri, portare a negare che l'elemento patrimoniale sia, per lo meno, parte integrante o carattere della stessa se però inteso nei termini adeguati. La giustificazione di ciò passa attraverso la responsabilità per inadempimento. La patrimonialità non appartiene alla prestazione, bensì alla responsabilità del debitore inadempiente (art. 1911 c.c.) il cui danno deve essere quantificabile. La prestazione deve essere patrimoniale perché solo così sarà patrimoniale la riparazione o la responsabilità da inadempimento⁴⁴⁶. Di contro, non v'è dubbio che l'ordinamento debba tutelare interessi anche extra patrimoniali. Di conseguenza, se questi si risolvono in una prestazione impossibile da valutare economicamente non per questo l'ordinamento può negargli protezione. Come afferma Lacruz, «*el incumplimiento de una obligacion invaluabe en dinero produce un daño capaz en algún modo de ser compensado economicamente*», volgendo lo sguardo sempre alla fase patologica⁴⁴⁷.

L'elemento patrimoniale, dunque, permane a monte, quando si oggettivizza e si traduce in un vincolo giuridico (obbligazione) ma soprattutto a valle, quando le vicende del rapporto non consentono una puntuale realizzazione degli interessi dei creditori e occorre passare "legalmente" alla loro conversione in denaro.

Lo spostamento da parte della dottrina più moderna della patrimonialità in capo alla prestazione e non all'interesse sembra riconoscere la coesistenza di elementi patrimoniali e non in tutte le situazioni giuridiche, salvo poi prediligere gli uni o gli altri ai fini della qualificazione della fattispecie. La patrimonialità, pertanto, più che un limite assume il carattere della trasversalità della suscettibilità di valutazione economica.

In breve, l'art. 1174 c.c. sembra richiedere che, perché ci sia una obbligazione, il creditore debba aver già individuato l'attività strumentale al perseguimento dei suoi obiettivi, abbia oggettivato i contenuti e li abbia tradotti in una pretesa economicamente misurabile, assegnando un valore monetario alla stessa. Secondo la dottrina che separa "diritto e denaro"⁴⁴⁸, patrimonialità è essere, il fatto che venga riconosciuta la presenza di un interesse non patrimoniale non significa introdurre nell'oggetto della prestazione elementi estranei ai parametri prestabiliti al momento della nascita dell'obbligazione ma ad inibirli. È giuridicamente irrilevante che il fine perseguito dal "creditore" sia filantropico o futile. Ciò che rileva è che la sua pretesa, per rientrare nel diritto di credito, deve essere calcolata e/o calcolabile.

cose abbiano un valore pecuniario e, per ciò, includerlo come requisito rilevante. A. SILVA SANCHEZ, *op.cit.*, p. 252, in realtà, ritiene che sia una definizione errata della parola che viene inserita in un contesto che si propone solo di individuare cosa possa essere o meno oggetto di contratto e suscettibile di traffico giuridico.

⁴⁴⁶ M. ALBALADEJO GARCIA, *Curso de derecho civil*, Madrid, 1977, II, p. 19, il quale tuttavia corregge il tiro ed allineandosi con M. Giorgianni, sostiene che la responsabilità non si quantifica in correlazione diretta con la valutazione della prestazione. Per ciò, quest'ultima verrebbe liberata dalla sua necessaria patrimonialità.

⁴⁴⁷ J.L. LACRUZ BERDEJO, *Elementos de derecho civil*, Barcelona, 1987-1988, II, p. 34. Eccetto il caso limite di una prestazione extra patrimoniale invalutabile, personalissima, il cui inadempimento non causa un danno al creditore. Caso in cui si potrebbe parlare di inesistenza del debito per assenza di interesse da tutelare.

⁴⁴⁸ D. LA ROCCA, *Diritti e denaro. Il valore della patrimonialità*, cit., p. 217.

In assenza di detta precisazione, sempre secondo tale dottrina, il dibattito sulla possibilità di ammettere una prestazione dall'oggetto patrimoniale sorretta da un interesse non patrimoniale sarebbe durato all'infinito.

In quest'ottica la patrimonialità assume la forma di una «regola del gioco» che impone a chi sottopone il bene giuridico alla disciplina dell'obbligazione di vederlo ridurre ad una quantità, corrispondente alla previa valutazione economica fatta. Si ritorna, dunque, all'idea di una patrimonialità che colora solo la "entità" che consente la realizzazione dell'interesse tutelato ovvero che garantisce la misurazione del danno nella eventuale fase patologica e che impedisce la commistione tra interessi economici ed extra mercantili per evitare di questi ultimi la imprevedibilità dovuta alla loro incalcolabilità⁴⁴⁹. Per calare questa affermazione nel campo di interesse, si pensi appunto, ancora una volta, alla difficoltà con la quale si è giunti ad una primordiale costruzione della metrica per la valutazione degli impatti sociali (discriminazione, immigrazione, eguaglianza uomo donna etc.).

Il problema è che questa prospettiva, nonostante senta l'esigenza di tutelare l'individuo, finisce per quantificare l'inquantificabile. Il "valore" economico finisce per surrogare sostanze non ripetibili⁴⁵⁰. Si ha dunque l'impressione che ci sia di fondo una confusione di piani, che già Giorgianni denunciava, tra la patrimonialità della prestazione e la patrimonialità del danno prodotto dall'inadempimento dell'obbligazione. Possono sussistere danni patrimoniali come conseguenza della violazione di una prestazione extra patrimoniale (la rottura, ad esempio, di una promessa di matrimonio). Allo stesso modo, l'inadempimento di una obbligazione patrimoniale può generare danni non patrimoniali. Non si può, dunque, giustificare la necessaria patrimonialità della prestazione per via della patrimonialità del danno⁴⁵¹.

L'esigenza, avvertita da più parti, di circoscrivere il rapporto ad un contenuto "calcolabile" sulla base di parametri oggettivi e, allo stesso tempo, di riconoscere le implicazioni extra economiche considerate, manifesta la persistente concezione patrimonialista. Come è stato ben sintetizzato, disegnando e strutturando con rigore il gioco degli spostamenti patrimoniali legittimi, comprimendo lo spazio delle valutazioni imponderabili, si ampliano i margini delle libertà economiche e si tutelano le regole mercantili dalle derive dovute alla rilevanza giuridica data a parametri extra economici. Si punta, pertanto, a mantenere una separazione, per quanto elastica e moderna, tra rapporti giuridici patrimoniali

⁴⁴⁹ D. LA ROCCA, *Diritti e denaro. Il valore della patrimonialità*, cit., p. 217, rinnega che il rilievo dell'interesse non patrimoniale previsto nell'obbligazione significhi arricchire la stessa di riferimenti extraeconomici e renderla il luogo ideale in cui far valere valori e istanze della persona che fuoriescono dal patrimonio, ovvero di "ciò che si è e non di ciò che si ha". In realtà, per l'A. dedurre questi "valori" nella formula obbligatoria significa solo trasformati in prestazioni esigibili dal punto di vista giuridico, fissando un argine alla spontanea incomprimibilità delle istanze altrimenti incalcolabili.

⁴⁵⁰ Già, A. RAVAZZONI, *La riparazione del danno non patrimoniale*, Milano, 1962, p. 2 s., sosteneva che la tendenza del tempo era dare un prezzo, un valore economico sempre a tutto, incluso a fenomeni che sembravano, a prima vista, non essere suscettibili di valutazione monetaria.

⁴⁵¹ M. GIORGIANNI, *L'obbligazione: la parte generale delle obbligazioni*, Milano, 1951, vol. I, p. 39.

e quelli non patrimoniali⁴⁵². Introdurre variabili non quantificabili nella realtà mercantile lederebbe la caratteristica fondamentale del mercato di cui il rapporto obbligatorio ed il contratto sono strumenti primari, ovvero la attitudine dello stesso a guidare le scelte dei propri operatori a partire da parametri comuni, idonei a vagliare i costi che ciascun soggetto deve sostenere nei rapporti con gli altri.

2. La “depatrimonializzazione” del diritto privato. La centralità del valore “persona”.

L’idea che emerge dalla breve sintesi è una incomunicabilità su più livelli tra sfera dell’essere e sfera dell’avere nella quale allo statuto del mercato, orientato alla certezza dei fatti economici, si contrappone quello della solidarietà, soprattutto sociale, in cui pare auspicarsi una esclusione dell’intervento dello Stato, quasi che «in buona misura l’area della non patrimonialità corrispond[a] con l’area della irrilevanza giuridica»⁴⁵³. In realtà, non patrimonialità non corrisponde alla irrilevanza giuridica ma, al contrario, a preminenza della gerarchia dei valori⁴⁵⁴. La differenziazione tra rapporti patrimoniali e non patrimoniali, quindi, assume i caratteri di una vera e propria diversificazione dei livelli, caratterizzati da valori differenti, autonomi benché espressione entrambi di principi costituzionali. Senza tenere in considerazione che tutti gli istituti, come il contratto o l’obbligazione, pur avendo un’essenza “economica” non sono normative immutabili⁴⁵⁵, dovendo essere valutati alla luce dei principi dell’ordinamento. Principi che sono essenzialmente a contenuto non patrimoniale, e di cui si afferma il valore normativo⁴⁵⁶. Nonostante pareri inizialmente contrastanti, la corretta lettura delle recenti modifiche costituzionali le riconduce ad una funzione che non sia solo di limite o sbarramento alla legge ordinaria o a semplici supporti ermeneutici alle altre fonti ordinamentali, bensì di parametro di valutazione di atti, attività e comportamenti quali, appunto, «principi di rilevanza normativa nelle relazioni intersoggettive»⁴⁵⁷; tra questi, in primo luogo, l’art. 2 sulla solidarietà e l’art. 3 sull’uguaglianza, teso quest’ultimo non ad omologare la differenza bensì a rendere effettivi i diritti⁴⁵⁸. Il primo, invece, quale affermazione della rilevanza costituzionale della persona umana in tutti i suoi aspetti, viene riconosciuto dalla stessa giurisprudenza come «punto di partenza dell’interprete per costruire tutte le posizioni soggettive idonee a dare garanzia, sul terreno del diritto positivo, ad ogni

⁴⁵² Le riflessioni sono di D. LA ROCCA, *Diritti e denaro. Il valore della patrimonialità*, cit., p. 237 s., la quale prosegue sostenendo che travolgere la distinzione tra rapporti mercantili e extra mercantili avrebbe condotto ad una «deflagrazione dell’economia di mercato».

⁴⁵³ D. LA ROCCA, *Diritti e denaro. Il valore della patrimonialità*, cit., p. 220.

⁴⁵⁴ P. FEMIA, *Partecipazione associativa e rapporto giuridico*, cit., p. 28, nota 3.

⁴⁵⁵ Contra, A. DE CUPIS, *Sulla «depatrimonializzazione» del diritto privato*, in *Riv. dir. civ.*, 1982, p. 650, che sostiene che comunque non si può alterare la natura delle istituzioni patrimoniali del diritto privato. Mantiene fermi, pertanto, i tratti caratterizzanti nelle istituzioni patrimoniali.

⁴⁵⁶ P. PERLINGIERI, *Interpretazione e legalità costituzionale. Antologia per una didattica progredita*, Napoli, 2012.

⁴⁵⁷ *Ivi*, p. 498.

⁴⁵⁸ Secondo E. CATERINI, *Sostenibilità ed ordinamento civile*, cit., p. 13, si supera uno dei principali paradigmi del diritto civile occidentale, la finzione cioè dell’uguaglianza formale delle persone.

proiezione della persona nella realtà sociale, entro i limiti in cui si ponga come tutela dei diritti inviolabili dell'uomo, sia come singolo che nelle formazioni sociali»⁴⁵⁹.

È così, le situazioni patrimoniali per eccellenza, proprietà ed impresa, vengono orientate a finalità esistenziali; l'iniziativa economica privata (art. 41 cost.)⁴⁶⁰, l'impresa, struttura di beni e servizi, deve perseguire una utilità sociale e non essere in contrasto con la sicurezza, la dignità, la libertà umana e, – a seguito della faticosa, quanto inutile, riforma a carico della legge costituzionale 8 febbraio 2022, n. 1 – l'ambiente⁴⁶¹. Essa, dunque, viene strumentalizzata al pieno e libero sviluppo della persona (art. 2 cost.), funzionalizzando a sua volta il mercato intero e le sue istituzioni all'essere⁴⁶².

I rapporti patrimoniali svolgono il ruolo di strumenti ora diretti ora indiretti di attuazione del riscoperto valore primario che è la persona, fondamento dell'ordinamento. È questo che si intende con «il termine, non certo elegante⁴⁶³, di “depatrimonializzazione” [con il quale] s'individua una tendenza normativo-culturale di consapevolezza che nell'ordinamento si è operata una scelta tra personalismo (superamento dell'individualismo), che permette l'incontro tra il diritto e l'etica, e patrimonialismo (superamento della patrimonialità fine a se stessa, del produttivismo prima e del consumismo poi come valori)»⁴⁶⁴ che mira a ricalibrare il sistema civilistico sul valore “persona” creando un «diritto civile costituzionale»⁴⁶⁵.

L'avvento della Costituzione, prima, e delle fonti normative e giurisprudenziali europee, poi, induce a modificare la gerarchia dei valori protetti dall'ordinamento ponendo al centro la persona umana, i suoi bisogni e la sua identità come singolo e nelle formazioni sociali. La dignità umana, fuoriesce dalla sfera del diritto naturale per riqualificarsi come elemento costitutivo e caratterizzante il diritto positivo, e ciò

⁴⁵⁹ «Trattasi, infatti, di diritti omogenei essendo unico il bene protetto» (Cass., 10 maggio 2001, n. 6507, in *Giust. civ.*, 2001, p. 2644 ss.).

⁴⁶⁰ A. LENER, *Violazione di norme di condotta e tutela civile dell'interesse all'ambiente*, in *Foro it.*, 1980, V, c. 111, il quale ne deduce la « subordinazione » dell'iniziativa economica in primo luogo alle finalità indicate dagli artt. 2, 3 e 4 cost.; P. CAVALERI, *Iniziativa economica privata e Costituzione «vivente». Contributo allo studio della giurisprudenza sull'art. 41 Cost.*, Padova, 1978, p. 38, allorché ipotizza nel concetto in parola un «nucleo minimo», costituito dai diritti fondamentali della persona umana, «sicuramente e indefettibilmente » destinati a prevalere su atti d'iniziativa economica con essi collidenti. Sul tema P. PERLINGIERI, *Introduzione alla problematica della proprietà*, Napoli 1971 e ID., *Il diritto dei contratti, fra persona e mercato*, Napoli, 2003.

⁴⁶¹ G. PERLINGIERI, *Sul giurista che come «il vento non sa leggere»*, in *Rass. dir. civ.*, 2010, p. 403, già sosteneva che «non c'è necessità di una legge che specifichi espressamente l'esigenza di tutelare e valorizzare l'ambiente e i beni culturali se già un interprete sensibile può rinvenire la tutela dell'ambiente e dei beni culturali nelle norme della Costituzione a tutela della salute e dello sviluppo della persona».

⁴⁶² P. PERLINGIERI, *La personalità umana nell'ordinamento giuridico*, Napoli, 1972, p. 74 ss.

⁴⁶³ Espressione di C. DONISI, *Verso la « depatrimonializzazione » del diritto privato*, in *Rass. dir. civ.*, 1980, p. 644: «con il termine “depatrimonializzazione” intendiamo designare la progressiva e sempre più spiccata sensibilità del diritto privato contemporaneo, in tutte le sue componenti (legislativa, dottrinale, giurisprudenziale), a dati non confinabili in schemi e logiche d'indole economica, anche - si noti - nei settori istituzionalmente riservati ai rapporti patrimoniali».

⁴⁶⁴ P. PERLINGIERI, «*Depatrimonializzazione*» e diritto civile, in *Rass. dir. civ.*, 1983, p. 2. Sul tema anche A. DE CUPIS, *Sulla «depatrimonializzazione» del diritto privato*, cit., p. 482 ss.

⁴⁶⁵ P. PERLINGIERI, *Scuole civilistiche e dibattito ideologico: introduzione allo studio del diritto privato in Italia*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, I, p. 430.

in quanto la Costituzione è legge ed è la prima legge; questa, dunque, assurge a valore centrale, pregna l'intero sistema ordinamentale e, come sostiene la Corte di Giustizia UE, prevale sulle logiche di mercato e sull'attività economica⁴⁶⁶. A sua volta, la CEDU individua un obbligo positivo per gli Stati membri di garantire e proteggere le situazioni giuridiche patrimoniali che sono idonee allo sviluppo della persona⁴⁶⁷. Dalla solidarietà corporativa precostituzionale, produttivistica e mercantile del Trattato di Roma del 1957 si approda al valore persona del Trattato di Roma del 2004, orientato alla socialità ed al rispetto dei diritti fondamentali. «All'indebolimento delle relazioni sociali si contrappone la centralità della persona e dei suoi valori; a una concezione esclusivamente patrimonialistica si contrappone, almeno quale correttivo, una concezione personalistica; a fronte dell'efficientismo economico si pone un problema di giustizia; alla distribuzione si aggiunge un problema di redistribuzione della ricchezza e alla razionalità economica quello della ragionevolezza, che trova la propria fonte anche in valori non economici»⁴⁶⁸. Il mercato «non è autonomo criterio di legittimità», né l'economia è scienza eticamente neutrale. Il mercato è «luogo di conciliazione di interessi in nome di quei valori esistenziali superiori» che giustifica anche decisioni economicamente inefficienti a vantaggio della protezione dei diritti⁴⁶⁹.

Si imprime, dunque, una funzione personalistica alle istituzioni costituzionali ed europee, assegnando un ruolo sistemico alla persona quale individuo ed essere sociale. La persona è l'interesse generale dell'intero sistema, che abbandona la dimensione quantitativa (o maggioritaria) per abbracciare quella qualitativa o esistenziale.

In questo quadro italo-europeo, quindi, fondato sulla diade persona-mercato, non si mira tanto ad una "riduzione" quantitativa del contenuto patrimoniale nel sistema giuridico, ed in quello civilistico in particolare, stante la ineliminabilità del momento economico nella realtà sociale organizzata, quanto ad una valutazione qualitativa del momento economico che si giustifichi istituzionalmente come supporto al libero sviluppo della persona⁴⁷⁰. Si rigetta, dunque, l'idea dei primi autori che, trattando la natura dell'obbligazione, relegavano i valori esistenziali al rango di limiti o di finalità esteriori non idonei ad incidere sulla funzione dell'istituto. Al punto tale che alcuni giuristi spagnoli ritengono che, più che di

⁴⁶⁶ Corte di Giustizia dell'Unione Europea, prima sezione, Sentenza del 14 ottobre 2004. *Omega Spielhallen- und Automatenaufstellungs-GmbH contro Oberbürgermeisterin der Bundesstadt Bonn*. Domanda di pronuncia pregiudiziale: Bundesverwaltungsgericht – Germania, in eur-lex.europa.eu/legal-content/IT.

⁴⁶⁷ Caso *Bistrovic c. Croatia* e caso *Öneryildiz c. Turchia* (Application no. 48939/99), in [hudoc.echr.coe.int/eng#{\"itemid\":\[\"001-67614\"\]}](http://hudoc.echr.coe.int/eng#{\).

⁴⁶⁸ P. PERLINGIERI, *Le ragioni del mercato e le ragioni del diritto. Dalla comunità economica europea all'unione europea*, in G. DALLA TORRE (a cura di), *Studi in onore di Giovanni Jacobbe*, Napoli, 2007, p. 28.

⁴⁶⁹ F. VIOLA, in F. VIOLA e G. ZACCARIA, *Diritto e interpretazione. Lineamenti di teoria ermeneutica del diritto*, Roma-Bari, 2001, p. 48: «l'efficienza economica nel calcolo dei costi e dei benefici non può assorbire tutto il valore della giustizia. La protezione dei diritti a volte richiede decisioni che dal punto di vista dell'economia sono inefficienti. Se non fosse così, allora il diritto si ridurrebbe a sottosistema dell'economia, cioè alla funzione di custodia esterna del corretto funzionamento della razionalità economica».

⁴⁷⁰ P. PERLINGIERI, *Produzione, beni e benessere. Crescita, benessere e rapporti civili. Lo sviluppo oltre la crisi, Atti SiSdiC del 9° Convegno Nazionale in ricordo di Giovanni Gabrielli*, Napoli, 2014, p. 509, «la persona va difesa dallo Stato e, soprattutto, dal mercato».

depatrimonializzazione, si debba parlare di “personalizzazione” «*como asunción jurídica de los bienes de la persona*»⁴⁷¹ al cui servizio soggiace la patrimonialità che è necessaria. Non è quindi la persona che deve distanziarsi dal “patrimoniale” ma quest’ultimo che deve avvicinarsi al valore persona per rendere possibile i fini e gli interessi dello stesso. La patrimonialità è dell’obbligazione, non della prestazione, perché la *ratio* della norma è fortemente unitaria a discapito di una precedente dottrina che ha tentato di “spezzarla” in due segmenti⁴⁷².

In sintesi, la moderna concezione, che giustifica la nascita di fenomeni come la finanza etica, sociale etc., opera su due livelli: quello strettamente esegetico, per il quale la stessa si apre a proposte interpretative che ammettono altresì dati di valutazione eccedenti la dimensione meramente economica, assorbendo nelle stesse valori esulanti dalla sfera patrimoniale. Il livello esegetico trova la sua massima espressione proprio nell’art. 1174 c.c. che, come già detto, riconosce la non necessaria patrimonialità dell’interesse del creditore⁴⁷³ e travalica il diritto delle obbligazioni per combinarsi, tra gli altri, con l’art. 1322, comma 2, c.c., elevando ad interesse «meritevole di tutela secondo l’ordinamento giuridico» - idoneo perciò ad essere dedotto in contratto - anche un interesse non patrimoniale⁴⁷⁴. La centralità della persona nel diritto impone di piegare l’interesse al valore della persona e non la persona all’interesse come valore. «In quest’ottica, il controllo di meritevolezza assume il compito di verificare se il contratto sia meritevole non solo in chiave di proporzionalità ed equilibrio patrimoniale bensì di ragionevolezza, intesa come correttivo della mera patrimonialità e della razionalità economica»⁴⁷⁵.

⁴⁷¹ A. MARTIN PÉREZ, *La «despatrimonialización» del derecho civil y la patrimonialidad de la prestación*, in *Revista de derecho privado*, 1986, p. 616, sostiene, infatti, che di patrimoniale ci sia la obbligazione e non la prestazione, separando la struttura dalla funzione teleologica dell’istituto.

⁴⁷² A. DI MAJO, *Delle obbligazioni in generale*, Bologna, 1988, p. 251, il quale ricorda che la tradizione storica e dottrinale del 1174 c.c. «non permette di “spezzare” la norma in due parti [...] Carattere patrimoniale della prestazione e interesse anche morale dell’avente diritto costituiscono un abbinamento inscindibile, proprio per ragioni storicamente emergenti».

⁴⁷³ A. AZARA, E. EULA, voce: *Obbligazione*, in *Nuovissimo Digesto Italiano*, 1967, n. 47, p. 671 ss., «Non basta che la prestazione sia possibile e lecita perché si possa avere l’obbligazione giuridicamente esistente; uopo è anche che la prestazione sia utile al creditore [...] ma non importa che si tratti d’utilità direttamente patrimoniale: siccome l’obbligazione è mezzo per raggiungere scopi al di là del puro utile patrimoniale, così a dare esistenza giuridica all’obbligazione basta un interesse direttamente morale [...] Il diritto abbraccia gli interessi tutti».

Stesso pensiero di G. GORLA, *Il Contratto*, Milano, 1954, pp. 224 e 226, che sostiene che, dando credito a chi considera valide solo le obbligazioni che apportino esclusivamente utilità patrimoniali, dovrebbe essere messa in dubbio la validità di svariati contratti non legati a interessi patrimoniali che sono posti in essere quotidianamente. «Così se tutte quelle attività, per quanto lecite, sembrano socialmente improduttive e così giuridicamente indifferenti... tutti i contratti per promuovere i cosiddetti hobbies ne sarebbero investiti, così come il problema di ogni contratto diretto a realizzare interessi non economici ma di carattere atipico o strettamente individuale». Nella società contemporanea, invece, Gorla reputa che la personalità umana sia portata sempre più a cercare uno sfogo nel campo degli interessi non economici.

⁴⁷⁴ «Con immediati corollari applicativi, come, ad esempio, il definitivo dissolvimento del dubbio, a tratti riemergente, circa la collocabilità delle associazioni ricreative o assistenziali eroganti a favore dei loro iscritti prestazioni economicamente valutabili, nell’area delle associazioni cc.dd. a scopi ideali» (C. DONISI, *op.ult.cit.*, p. 651).

⁴⁷⁵ P. PERLINGIERI, *Interesse non patrimoniale e i contratti*, cit.

Il secondo livello è critico-costruttivo, cioè di rimeditazione dei concetti tradizionali e di approntamento di nuovi strumenti operativi, nel quale si prevede una progressiva affrancazione da supporti teorici propri della sfera patrimoniale; al contrario del primo livello, questo conduce alla espulsione vera e propria dal processo rielaborativo di valori e di tecniche tipici della logica mercantile.

Quindi, una volta depatrimonializzato il diritto civile e funzionalizzato il mercato e le sue istituzioni alla persona, mantenendo la prospettiva della unitarietà assiologica dell'ordinamento, ovvero piegando il regolamento dell'atto negoziale al carattere personalistico e solidaristico del sistema, si può recuperare il concetto di patrimonialità, azzardando una sua rilettura in chiave di «negoziabilità in senso lato», ovvero «ascrivibilità al patrimonio di un soggetto di un vantaggio, socialmente e o giuridicamente riconosciuto come tale e liceità della relativa negoziazione»⁴⁷⁶. Non si tratta, dunque, di “differenziare” tra valori economici e valori esistenziali, quanto di vagliare l'interferenza dei profili esistenziali nella interpretazione e valutazione della disciplina applicabile al rapporto. Così da trasformare la patrimonialità in un giudizio di valore con funzione selettiva ed ordinante alla luce dei principi costituzionali⁴⁷⁷.

Il collegamento istituito tra la diretta applicabilità delle norme costituzionali nei rapporti intersoggettivi di diritto privato e l'assunzione della persona umana come principio supremo del sistema ordinamentale diviene un tratto identificativo dello “stile” dell'esperienza giuridica italiana, che ne influenza radicalmente la successiva evoluzione fino a segnarne la stessa identità culturale.

In una lettura più “personalista”, forse più adeguata all'evoluzione attuale ed alle esigenze di tutela dell'ambiente, di intervento nel sociale e di costruzione e commercializzazione di innovativi strumenti giuridici di commistione tra il patrimoniale e l'esistenziale, si collocano i giuristi spagnoli che rigettano l'indagine sulla patrimonialità come pregiudiziale rispetto a qualsiasi altra questione. Secondo questi ultimi non esiste un fondamento positivo né logico per definirla come barriera iniziale di accesso al vincolo obbligatorio; essi spostano la sua rilevanza dal livello della struttura a quello della “dinamica” dell'obbligazione. Discorso portato all'estremo dal codice civile portoghese che, ritenendo la necessaria patrimonialità della prestazione come ostacolo alla realizzazione degli interessi di qualsiasi genere del

⁴⁷⁶ C. MIGNONE, *op.ult.cit.*, pp. 1196-1206, e R. DI RAIMO, *Poteri della maggioranza, diritti individuali e modifiche statutarie nelle associazioni non riconosciute*, in AA. VV., *Partecipazione associativa e partito politico*, Napoli, 1993, p. 162.

⁴⁷⁷ Un'altra prospettiva è sostenuta da E. CATERINI, *Sostenibilità ed ordinamento civile*, cit., p. 99, che afferma che, nonostante il contratto sia connotato dalla patrimonialità, questa non si esplicita solo attraverso le regole di mercato. La stessa, intesa come apprezzamento obiettivo della misurabilità economica della prestazione, può declinarsi anche fuori dallo scambio come giustizia commutativa. Secondo l'A. esisterebbe una patrimonialità-scopo e una patrimonialità-mezzo, la prima operante sulla equivalenza commutativa quale espressione di eguaglianza, la seconda è espressione di una economia perequativa volta ad accordare beni e servizi a chi non può acquisirli. Entrambi sono contenuti patrimoniali però il primo opera nel mercato ed il secondo no. Il secondo dà vita al contratto perequativo (che l'A. rinviene nel contratto gratuito), necessario a dare effettività alla dignità della persona.

creditore, sancisce nell'art. 398.2 c.c. che «*A prestação não necessita de ter valor pecuniário; mas deve corresponder a um interesse do credor, digno de protecção legal*».

L'attuale realtà, infatti, connotata dalla introduzione in numerosi rapporti della sostenibilità come "clausola" portatrice di valori qualitativi/esistenziali (ecologico, sociale) appartenenti alla sfera dell'essere, non può non avere un riverbero sul concetto di "situazione giuridica patrimoniale" quale situazione che esprime un valore economico in sé, desunto dal mercato. Non è, dunque, più possibile concepire la patrimonialità nel suo stato puro ma considerare una patrimonialità implicata all'ecologismo, alla solidarietà sociale, ossia compatibile, che vada nella direzione di tali nuovi valori⁴⁷⁸. L'interesse non patrimoniale del creditore include anche l'interesse ecologico, così come quello sociale. E ciò è chiaro. Ciò che potrebbe cambiare è la natura, la suscettibilità di valutazione economica della prestazione. Una volta ammessa la idea di una patrimonialità non pura quanto "spuria"⁴⁷⁹, contenente cioè il vincolo sociale/ambientale, anche la patrimonialità della prestazione deve assumere tale conformazione "meta-economica". Nel contesto attuale, si abbandona il concetto Bettiano di interesse moralmente profittevole: l'interesse creditorio sia non patrimoniale o patrimoniale spurio sarà comunque colorato da una sensibilità ecologica o sociale.

E il cambio si manifesta anche nel contratto, il quale mantiene sì il contenuto patrimoniale. Tuttavia, occorre intendersi sulla patrimonialità. Che lo scambio sia spontaneo o che sia corretto dalla legge (es. la materia consumeristica), la patrimonialità troverà sempre la sua origine nel mercato e nel suddetto scambio⁴⁸⁰. Ciò non toglie che la funzione contrattuale, ossia la causa come strumento di controllo

⁴⁷⁸ Basti pensare alla norma sulle emissioni, art. 844 c.c., letta in generale come equilibrio tra patrimonio dell'impresa e patrimonio del proprietario o, per altri, in accezione più evoluta, come punto di equilibrio del conflitto tra patrimonio dell'impresa e salute dell'uomo (entità patrimoniale vs entità esistenziale), il cui punto centrale è la "normale tollerabilità". Quest'ultima è parametrata allo stato d'uso, sul preuso, allo stato dell'uomo. Quindi la norma ha un'evidente effetto conservativo. Se il suolo è inquinato resta inquinato. Non sarà certo la immissione a generare un miglioramento del luogo inquinato, nonostante il conflitto. Questa norma, tuttavia, alla luce degli artt. 9 e 41 Cost. e dell'art. 44 TFUE non può più essere letta in questo modo, perché queste norme richiedono il miglioramento del livello di tutela dell'ambiente, e per farlo, la normale tollerabilità è una normale migliorabilità. Stessa lettura ecologicamente orientata deve essere fatta dell'art. 833 c.c. (non si può tutelare un proprietario che per proteggere un suo interesse, anche patrimoniale va a collidere con la tendenza che va nella direzione del miglioramento del livello di tutela ambientale). Si pensi all'art. 1173 c.c., ultima parte, quando fa riferimento agli "altri fatti" da cui origina una obbligazione. Una volta letta alla luce dei principi costituzionali, soprattutto alla norma-principio di tutela dell'ambiente (art. 9), potrebbero desumersi dei vincoli obbligatori.

⁴⁷⁹ La tesi è stata sostenuta da E. CATERINI in una lezione tenuta presso l'Università del Salento, nel dicembre 2022, in occasione di un ciclo di seminari del corso di dottorato "Diritti e sostenibilità". Come già precisato dall'a. in *Sostenibilità e ordinamento civile*, cit., p. 109 s., per spiegare la "patrimonialità spuria" della prestazione, intesa come assolvimento anche di un bisogno, «se l'intervento della sostenibilità nell'obbligazione conduce al soddisfacimento di bisogni che troverebbero miglior realizzo fuori dallo scambio economico, ricorrendo a vincoli solidali della comunità sociale, allora la prestazione sarà descritta e attuata secondo parametri giuridici che non prenderanno a base l'efficienza paretiana. Il giudizio [...] sarà misurato in base alla migliore soddisfazione qualitativa dei bisogni vitali della persona [...]. Ciò non significa che dette prestazioni saranno necessariamente anti-economiche secondo l'ottimo paretiano».

⁴⁸⁰ P. PERLINGIERI, *Le ragioni del mercato e le ragioni del diritto. dalla comunità economica europea all'unione europea*, cit., p. 40, conferma che «non c'è mercato senza scambio e quindi senza contratto».

dell'equilibrio, della proporzionalità e dell'adeguatezza contrattuale, abbia una eterogenesi, cioè trovi il suo radicamento al di fuori dell'equilibrio contrattuale, ma pieghi quell'equilibrio – non più quantitativo ma qualitativo – alla tutela della persona. Si potrebbe parlare di contratto “aliallagmatico”⁴⁸¹, perché l'equilibrio non sta nel contratto, nel sinallagma, ma si genera in titoli che trovano giustificazione fuori da sé, nei valori. Basti pensare al cd. “contratto ecologico”⁴⁸², strumento a mezzo del quale si persegue un fine ulteriore alla patrimonialità.

L'elemento del patrimonio, quindi, non è più un fine ma è mezzo per realizzare bisogni esistenziali molti dei quali, attualmente, vengono tradotti nel perseguimento del principio costituzionale di “sviluppo sostenibile”, inteso non solo nella sua accezione ambientale, bensì quale attuazione della libertà dal bisogno e dall'ignoranza⁴⁸³.

3. Gli istituti giuridici di rilevanza dell'interesse non patrimoniale del creditore nel codice civile; dalle associazioni, ai comitati, agli Enti del Terzo Settore. Dalla idealità pura alla idealità come solidarietà sociale fino alla difficile convivenza tra scopo lucrativo e scopo ideale.

1. Associazioni, fondazioni e comitati

La commistione tra il fare bene ed il fare del bene della finanza sostenibile, su differenti livelli, rappresenta uno dei più avanzati esempi di depatrimonializzazione, manifesto del (difficile) equilibrio tra valori patrimoniali e non patrimoniali, tra interesse lucrativo (egoistico) ed interesse socio-solidale (comunitario), nella quale le dinamiche del mercato tentano di farsi carico di esigenze di natura ambientale e sociale. L'utile egoistico non scompare. Di più, viene incanalato a vantaggio del giusto solidaristico.

Tuttavia, prima di azzardare un passo così problematico, quale l'inserimento nello stesso rapporto giuridico di un interesse patrimoniale e non in capo al medesimo soggetto, ossia il cliente investitore,

Quest'ultimo rappresenterebbe così un aspetto ontologico del mercato: la disciplina del mercato è necessariamente regolamentazione dei contratti e viceversa», salvo precisare, con le parole di G. OPPO, *Impresa e mercato*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, p. 423, che «il contratto rappresenta il punto di incidenza e coincidenza della disciplina giuridica vuoi dell'impresa, vuoi del mercato, il collegamento dei dati economici avviene con la mediazione giuridica del contratto. Mercato e contratto, tuttavia, si conformano ai medesimi principi e valori in quanto aspetti di una medesima realtà, principi e regole attuativi di valori costituzionali e comunitari». Il contratto, infatti, non è più soltanto strumento di circolazione della ricchezza, a contenuto e rilievo esclusivamente patrimoniale, ma anche mezzo di soddisfacimento di bisogni e interessi non patrimoniali».

⁴⁸¹ E. CATERINI, *op. ult. cit.*, p. 109.

⁴⁸² Sul contratto ecologico, l'esponente di rilievo è M. PENNASILICO, *Sviluppo sostenibile e “contratto ecologico”*: un altro modo di soddisfare i bisogni, in ID. (a cura di), *Contratto e ambiente. L'analisi “ecologica” del diritto contrattuale (Atti dell'omonimo Convegno – Bari, 22-23 ottobre 2015)*, cit., p. 287 ss.; ID., *Contratto ecologico e conformazione dell'autonomia negoziale*, in *Giust. civ.*, 2017, p. 809 ss., il quale dubita dell'adeguatezza della nozione stessa di contratto (art. 1321 c.c.), se non integrata dai principi di solidarietà, sostenibilità e sussidiarietà nell'uso responsabile delle risorse naturali, sì che il contratto, qualora regoli interessi ambientali, diviene fonte di rapporti non esclusivamente patrimoniali, ma comunque sostenibili.

⁴⁸³ P. PERLINGIERI, *I diritti umani come base dello sviluppo sostenibile. Aspetti giuridici e sociologici* (2000), in ID., *La persona e i suoi diritti. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2005, p. 71 ss.

che solleva criticità tanto nella qualificazione giuridica stessa del fattore esistenziale, quanto nelle sue condizioni di tutela, soccombenza o primazia rispetto a quello economico, occorre quantomeno citare gli istituti del codice civile nei quali l'interesse del soggetto pare assumere una caratterizzazione puramente ideale, se non proprio esclusivamente altruistico-solidale.

Il primo *locus* normativo di riferimento lo si rinviene nel Libro I, Titolo II, artt. 11 ss. c.c., dedicato alle persone giuridiche, associazioni, fondazioni e comitati.

Tra i risultati del processo di depatrimonializzazione interviene, infatti, anche il ridimensionamento della forza assorbente del contratto di scambio, il quale è stato considerato molte volte «indice della radicata propensione a riporre il fondamento giuridico dell'accordo in ogni caso in un conflitto d'interessi di natura patrimoniale»⁴⁸⁴, in favore del contratto c.d. associativo o con comunione di scopo, la cui *ratio* totalmente differente ha indotto alcuni a dubitare della sua stessa riconduzione all'area dei contratti⁴⁸⁵. Esso viene tutelato, a livello costituzionale, dall'art. 18 cost., il quale riconosce la libertà associativa, tra le altre, proprio alle associazioni senza scopo di lucro, funzionali al perseguimento del pieno e libero sviluppo delle persone, proprio attraverso lo svolgimento di attività a contenuto non necessariamente patrimoniale.

Le prime, al pari di fondazioni e comitati, perseguono appunto uno scopo ideale, al cui vertice si colloca l'art. 2 cost. declinato in tutte le sue manifestazioni.

Come noto, lo scopo ideale da sempre – erroneamente, o meglio, per le ragioni erranee – è stato contrapposto allo scopo lucrativo degli enti del Libro V. Superata la idea della contrapposizione rispetto al concetto di lucro oggettivo⁴⁸⁶, inteso come finalizzazione dell'attività alla produzione, in quanto si ammette pacificamente che un'attività organizzata secondo il Libro I possa essere economicamente valutabile⁴⁸⁷, si deve rifiutare anche la concezione di lucro soggettivo, inteso come distribuzione

⁴⁸⁴ A. CHECCHINI, *L'interesse a donare*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, I, p. 285. *Contra*, ma in contesto totalmente differente da quello degli anni '70, E. CATERINI, *op.ult.cit.*, p. 103 s., il quale porta ad esempio i contratti della comunità sociale, i cd. contratti della *welfare society* dove emerge il nesso tra la produzione e la persona. Sono contratti a contenuto patrimoniale, di scambio ma non corrispettivi. Trovano radici nella comunità sociale e non nel mercato come costruito giuridico e vengono dall'A. definiti come “socialmente sostenibili” perché giusti e perché distribuiscono equamente i poteri regolamentari senza essere luogo di esercizio dell'abuso.

⁴⁸⁵ P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971, passim, spec. pp. 70 ss., 83 ss., per una visione generale. *Contra* G. VOLPE PUTZOLU, *La tutela dell'associato in un sistema pluralistico*, Milano, 1977.

⁴⁸⁶ A. FALZEA, *Brevi note sui caratteri differenziali tra società ed associazione*, in *Giur. compl. cass. civ.*, 1947, p. 987 ss. in favore della prima lettura perché contrario alla possibilità che la struttura della associazione possa giustificare un'attività economica.

⁴⁸⁷ Per una ricostruzione moderna e completa della distinzione R. DI RAIMO, *Le associazioni non riconosciute. Funzione, disciplina, attività*, Napoli, 1995, p. 150 ss., il quale giustamente sottolinea che in astratto un'associazione non lucrativa può astrattamente gestire un'impresa se ciò è strumentale alla sua funzione. Evidenzia altresì la distinzione tra il concetto di “scopo”, come orientamento oggettivo dell'attività di impresa e “funzione” come risultato ultimo e necessariamente soggettivo della fattispecie. Lo scopo opera come elemento quindi che qualifica e colora la causa dell'associazione, contro la funzione che è consentire la partecipazione degli associati. Un scopo valutabile a livello economico può corrispondere una funzione non lucrativa o uno scopo ideale può conseguire una funzione economica, come nelle associazioni strumento di pubblicità.

dell'utile tra associati e, quindi, di non distribuzione dello stesso come giustificazione della natura ideale, perché molto limitante⁴⁸⁸.

Meramente descrittiva, altresì, si dimostra la distinzione tra interesse egoistico o altruistico in astratto considerati, perché indicherebbe semplicemente la materiale direzione dell'attribuzione patrimoniale dell'ente ma non l'interesse ed il bene giuridicamente tutelati. Sarebbero, al più sintomi, il primo della lucratività ed il secondo della idealità senza però darne conferma.

La distinzione tra lucratività ed idealità dello scopo non emerge dai caratteri strutturali né dalla causa intesa come elemento del contratto costitutivo. Occorre, invece, valutare gli interessi in concreto perseguiti, gli stessi interessi di cui in questo contesto si rivendica la non patrimonialità⁴⁸⁹. È proprio nel concetto di solidarietà, infatti, che si rinviene il contenuto positivo dello scopo ideale.

Le associazioni non riconosciute, *in primis*, incarnano la prima forma di solidarietà nel significato di sviluppo della personalità individuale quali formazioni sociali finalizzate al pieno e libero svolgimento della personalità degli associati.

L'interesse dei singoli associati non è lucrativo, non è patrimoniale però, sì, è egoistico, perché è l'interesse ad essere parte dell'associazione, a partecipare alla sua attività. Anche nell'ipotesi in cui l'associazione persegua attività a beneficio di terzi, nonostante quindi il rilievo sociale che assume la stessa, la finalità origina sempre da un bisogno esistenziale individuale. Tale interesse ideale partecipativo ed egoistico, per alcuni, è rinvenibile nel combinato disposto degli artt. 24, commi 2 e 4, e 37 c.c., nel quale trova giustificazione altresì la distinzione tra associazioni da un lato e fondazioni e comitati dall'altro, là dove nelle prime vi è una provenienza esclusivamente interna del patrimonio, contrapposto a quello dei secondi di provenienza esterna.

La struttura minima per dar vita ad una associazione non riconosciuta si commisura, appunto, alla purezza dell'intento partecipativo che genera ricadute esclusivamente interne e individuali dei risultati. Ciò qualifica la idealità della causa, partecipativa per contenuti e modalità di imputazione dei risultati. Negli enti riconosciuti, invece, come le fondazioni (ma anche associazioni riconosciute), si aggiunge un ulteriore segmento, ovvero la destinazione del patrimonio, a cui segue la funzionalizzazione della fattispecie ad un risultato che va oltre quello meramente partecipativo per approdare ad un interesse esterno ed autonomo. Si manifesta il secondo volto della solidarietà intesa come rapporto tra questi enti

⁴⁸⁸ R. DI RAIMO, *Impresa, profitto e categorie dello spirito*, in *Riv. dir. impr.*, 2011, p. 612 s., che contrappone le imprese con scopo di lucro, strutture organizzative disciplinate proprio in funzione dell'interesse alla continuità, solvibilità e remuneratività dell'impresa, in quanto tali basati sulla primazia dei "soci", a un tempo creditori residuali dell'utile di gestione e titolari delle prerogative collegate al governo dell'attività. L'interesse ad un risultato finanziario da intendersi come "saldo" finale dell'attività nel caso degli enti con scopo di lucro. Quale che sia lo «scopo» avuto di mira, la «motivazione dell'azione», essa è destinata a rimanere conchiusa nella sfera soggettiva-psicologica propria di colui che «esercita» l'impresa; ai fini della qualificazione, ciò che conta è la tendenza oggettiva alla copertura degli outputs della produzione con inputs derivanti dal trasferimento delle utilità prodotte.

⁴⁸⁹ P. PERLINGIERI, *La personalità umana*, cit., p. 147, avvisa che occorre superare mere distinzioni formali. Non è detto, ad esempio, che una fondazione a livello statutario non svolga, in concreto, attività lucrativa.

e la società a cui appartengono, testimoni del legame tra pluralismo e solidarietà. Lo scopo ideale, in essi, è componente attuativa di uno scopo sociale. Nella fondazione, infatti, al di là della specifica tipologia, il legame impresso dal fondatore tra patrimonio destinato e scopo è al centro dell'istituto in cui beni specifici sono sottoposti ad un vincolo di destinazione perpetua in favore, appunto, di un fine di pubblica utilità⁴⁹⁰. Anche in questo caso, l'interesse del fondatore può essere egoistico (farsi pubblicità, sentirsi meglio con sé stesso etc.) tuttavia è orientato ad una attività di pubblico interesse o alla tutela, all'aiuto, allo sviluppo, di una certa categoria di persone, secondo finalità strettamente altruistiche. La duttilità di questa la rende la più comune struttura delle organizzazioni *non profit*, «la forma giuridica del privato nel sociale»⁴⁹¹, che sacrifica all'efficienza la partecipazione, e realizza il meritevole collegamento tra capitalismo e società civile.

In generale, tuttavia, il rilievo dell'interesse del finanziatore all'effettivo perseguimento del fine altruistico si misura sul piano organizzativo, dove non c'è alcuna fungibilità delle strutture, a differenza di chi difende la neutralità dei costrutti⁴⁹².

Associazioni e fondazioni⁴⁹³ sono strutture organizzative disciplinate in funzione di scopi diversi dall'esercizio dell'impresa, basate sull'affidamento del potere di governo a una classe di partecipanti disinteressati al risultato finanziario dell'iniziativa e fedeli soltanto allo scopo ideale-partecipativo dell'ente⁴⁹⁴. L'idealità è caratteristica dell'interesse associativo o dell'azione del fondatore che, a sua volta, è diverso dal valore dell'attività compiuta. La finalità ideale che l'associato o il fondatore

⁴⁹⁰ A. FUSARO, *Fondazione*, in *Digesto civ.*, VIII, Torino, 1992; G. IORIO, *Le fondazioni*, Milano, 1997.

⁴⁹¹ A. ZOPPINI, *Quattro tesi per una rilettura delle norme sulle fondazioni*, in *Gli enti "non profit" in Italia*, Padova, 1994, p. 61 s.

⁴⁹² G. MARASÀ, *Le "società" senza scopo di lucro*, Milano, 1984, p. 174; R. COSTI, *Fondazione e impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 1968, p. 1 ss.

⁴⁹³ Tra le fondazioni, si potrebbe citare la Fondazione Italia Sociale, istituita con l'art. 10, l. 6 giugno 2016, n. 106, quale persona giuridica privata che risponde allo schema della fondazione di partecipazione, avente lo scopo di sviluppare interventi innovativi caratterizzati dalla produzione di beni e servizi con un elevato impatto socio-occupazionale. Lo statuto della fondazione è stato approvato con d.P.R. del 28 luglio 2017 (pubblicato in G.U. n. 211 del 9 settembre 2017). La Fondazione è una «cabina di regia» che opera nel rispetto del «principio di prevalenza dell'impiego di risorse provenienti da soggetti privati» e svolge una funzione «sussidiaria e non sostitutiva dell'intervento pubblico», che consiste nell'investimento in progetti degli enti del terzo settore (anche con riferimento alla diffusione di modelli di *welfare* integrativi rispetto a quelli già assicurati dall'intervento pubblico) mediante strumenti di partecipazione, prestito e garanzia; nella raccolta di fondi mediante iniziative donative e campagne di *crowdfunding*; nell'investimento in strumenti di finanza sociale per il consolidamento o la crescita di imprese innovative nel settore (art. 2 d.P.R. del 28 luglio 2017).

⁴⁹⁴ Superata, invece, la immedesimazione tra idealità ed assenza di lucro soggettivo, considerata per lungo tempo paradigma portante della disciplina e causa di una completa incomunicabilità tra Libro I e Libro V del codice, finisce per oscurare completamente il fondamento funzionale della disciplina, con rilievo essenzialmente interno, dell'attività nella quale sia rilevante l'interesse ideale partecipativo piuttosto che l'interesse ad un risultato da intendersi come «saldo» finale dell'attività. «Domandarsi infatti quale sia il confine tra lucro e idealità guardando esclusivamente alla ripartibilità dell'eventuale avanzo patrimoniale vale in fin dei conti a escludere – in una prospettiva strettamente patrimonialistica – il rilievo della incidenza non patrimoniale dello scopo ideale; vale a escludere il rilievo normativo del principio fondamentale espresso dall'art. 2 cost.»: R. DI RAIMO, *Date a Cesare (soltanto) quel che è di Cesare. Il valore affermativo dello scopo ideale e i tre volti della solidarietà costituzionale*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, 4, p. 1087.

intendono raggiungere mediante un'attività organizzata potrebbe essere bilanciata dalla valutabilità economica di quest'ultima, visto che patrimoniale, oltretanto negoziabile in senso ampio, è il piano d'azione strumentale alla soddisfazione dell'interesse collettivo o individuale⁴⁹⁵. La destinazione patrimoniale in senso stretto, propria degli enti del Libro I, si contrappone alla destinazione finanziaria, quella propria dell'impresa.

La solidarietà dell'associazione, tuttavia, è oggetto di un rapporto con rilievo meramente interno, per ciò, si dice, il fine solidaristico riconosciuto all'atto nel suo complesso può attraversare l'interesse egoistico patrimoniale di una delle parti contrattuali, «senza con ciò subirne ridimensionamento alcuno». Le norme del codice civile non stabiliscono un collegamento funzionale tra patrimonio sociale e scopo. Il patrimonio è soggetto alla potestà della collettività organizzata. Le contribuzioni esterne possono esistere ma non avrebbero efficacia oggettivante rispetto all'interesse sotteso alla associazione, che è appunto di natura meramente partecipativa. Sarebbero atti di natura donativa, al massimo con riflessi modali a favore dell'ente, o contratti a favore di terzo, ma sempre vicende esterne rispetto alla funzione propria dell'ente⁴⁹⁶. Di conseguenza, l'associazione non riconosciuta non avrebbe le qualità per regolamentare ipotesi di gestione patrimoniale nell'interesse altrui.

Le tutele dell'interesse ideale quindi si rivolgerebbero tutte alla mantenimento dei diritti partecipativi dell'associato che devono essere effettivi, egualitari e innestarsi su un metodo democratico, e che gli consentano, altresì di recedere quando il suo dissenso involga le fondamenta del rapporto, sempre con la convinzione che la disciplina applicabile muta al mutare della natura dell'atto di autonomia che dà vita all'ente⁴⁹⁷.

Il caso di inadempimento del rapporto di partecipazione associativa si manifesta ogni qualvolta viene “tradito” lo scopo dell'ente ad opera di un associato. Il danno si ripercuote non solo sul primo bensì sugli altri associati nell'ipotesi in cui il fatto che causa il danno ostacoli il raggiungimento dello scopo per tutti o uno solo dei membri⁴⁹⁸ ledendo il loro interesse. L'entità della lesione al singolo si misura proprio a mezzo dell'appartenenza alla formazione sociale come aspetto dello sviluppo della

⁴⁹⁵ M. D'AMBROSIO, *Lucratività e scopo ideale alla luce della riforma del terzo settore*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, p. 384.

⁴⁹⁶ R. DI RAIMO, *Le associazioni*, cit., p. 290.

⁴⁹⁷ *Ivi*, p. 184, nota 348, secondo cui il tema della tutela dei diritti individuali riguarda aspetti generali della disciplina del contratto e dell'obbligazione, in particolare dell'illecito civile, dei rimedi contrattuali ed extracontrattuali. La posizione del singolo nell'associazione, infatti, e la conseguente tutela risente del collegamento della stessa con gli artt. 2 e 3 cost. il quale è criterio interpretativo non astratto e generico, bensì concreto e proprio del singolo rapporto associativo. Sulle varie tutele approntate in favor dell'interesse partecipativo del singolo associato si rinvia a R. DI RAIMO, *Poteri della maggioranza diritti individuali e modifiche statutarie nelle associazioni non riconosciute*, Napoli, 1993.

⁴⁹⁸ P. FEMIA, *Partecipazione associativa e rapporto giuridico*, cit., p. 78, nota 99, sostiene che il danno al singolo socio non sia danno extracontrattuale alla personalità. È, invece, (anche) non patrimoniale ma concepibile sempre all'interno di una fattispecie contrattuale e valutato secondo la funzione del contratto.

Se il danno lede più associati sarà sempre danno individuale fino a quando la lesione della partecipazione di taluni non rende impossibile a tutta l'associazione compiere il suo scopo.

personalità⁴⁹⁹. Nell'associazione, pertanto l'interesse, la lesione dello stesso e le sue tutele ruotano attorno alla sola figura dell'associato.

Quando, invece, il rilievo di tale rapporto è esterno, come accade nelle fondazioni⁵⁰⁰ e nei comitati emerge, non tanto il problema della natura, quanto delle possibili tutele dell'interesse di chi finanzia e dei beneficiari. Non è semplice, infatti, tradurre sul piano giuridico (cioè sul piano delle situazioni soggettive)⁵⁰¹ e individuare una disciplina che racchiuda gli interessi fatti valere da finanziatori e destinatari ultimi del finanziamento.

Il riferimento normativo immediato è la figura dell'oblato nel comitato, un ente, tipico dell'ordinamento italiano, "ibrido" e dalla incerta connotazione giuridica (figura che sembra associativa nella fase iniziale di raccolta dei fondi, di fondazione nella fase successiva, dove i fondi raccolti vengono destinati allo scopo annunciato)⁵⁰², il cui scopo altruistico viene raggiunto attraverso la raccolta e la gestione dei fondi. Se i promotori costituiscono il comitato e determinano lo scopo e il modo per perseguirlo e gli organizzatori gestiscono i fondi, utilizzandoli in maniera conforme alle finalità istituzionali, rispondendo personalmente e solidalmente della loro conservazione e della loro destinazione allo scopo annunciato (art. 40 c.c.), gli oblato o sottoscrittori rappresentano una versione "primordiale" dell'investitore in investimenti sostenibili, non avendo come quest'ultimo la convivenza tra risultato economico e risultato solidale⁵⁰³. L'interesse dell'oblato è un interesse altruistico con vincolo all'utilizzo della somma promessa e versata per lo scopo previsto dal comitato, senza natura donativa. Tuttavia, poiché il sottoscrittore, al pari dei beneficiari dell'attività, non è parte del comitato e

⁴⁹⁹ Poiché l'attività si svolge grazie alla cooperazione di un associato con gli altri, essendo attività comune, ci si potrebbe chiedere, data anche la presenza di valori non patrimoniale e la loro rilevanza, se ai doveri dell'associato verso l'associazione si possano affiancare i doveri dello stesso verso gli altri singoli associati perché effettui la sua frazione di attività. La risposta è negativa stante la concepibilità dell'interesse collettivo solo a mezzo dell'ente inteso quale soggetto strumentale (P. FEMIA, *op.ult.cit.*, p. 81 s.).

⁵⁰⁰ Come sostiene R. DI RAIMO, *Date a Cesare quel che è di Cesare*, cit., p. 1092 s., la personalità giuridica della fondazione è in senso stretto, ossia la fondazione rappresenta una delle possibili tecniche di individuazione e regolamentazione della destinazione impressa ad un patrimonio. Detto patrimonio è oggetto di un'attività economica e non è totalmente costituito da apporti a titolo di investimento poiché una sua quota è per definizione non remunerativa. Ciò significa, però, che l'impresa organizzata in forma di fondazione fa ricorso molto spesso al finanziamento creditizio. Nel complesso degli apporti patrimoniali destinati all'attività produttiva impiegati nella stessa, ciò che manca è il capitale...ed i capitalisti.

⁵⁰¹ Ad esempio, in tema di associazioni, P. FEMIA, *Partecipazione associativa e rapporto giuridico*, cit., p. 71, fa notare come grazie al fatto che il rapporto di partecipazione si fonda su una serie di rapporti specifici si evita di incorrere nella incresciosa domanda se – riferita alla posizione dell'associato – si debba parlare di una situazione soggettiva qualificabile come aspettativa o come diritto soggettivo ed evitare, di conseguenza, di immaginare che ogni diritto dell'associato sia preceduto da una aspettativa. Ciò in quanto la *ratio* di ogni singola situazione soggettiva particolare si si individua nel collegamento strumentale al rapporto di partecipazione associativa senza che sia necessario che ad ogni diritto corrisponda una antecedente specifica aspettativa. Originaria è la sola partecipazione associativa che non è una aspettativa.

⁵⁰² Tesi già sostenuta da Cass. 23 giugno 1994, n. 6032, in *DeJure*.

Sul comitato, in genere, M. BASILE, *Comitati*, in *Dig. Disc. priv.*, sez. civ., III, Torino, 1988, p. 6 ss.; P. FORCHIELLI, *Saggio sulla natura giuridica dei comitati*, in *Riv. trim.*, 1954, p. 115 ss.

⁵⁰³ Così come il comitato al pari dei rapporti aventi ad oggetto investimenti sostenibili, presenta una certa complessità di relazioni che intreccia con l'ambiente esterno.

l'interesse di questi non è riconducibile ad un ritorno economico così come quello dei secondi potrebbe all'apparenza ridursi ad una mera aspettativa, ci si è posti il problema se entrambi siano titolari di una pretesa volta a garantire l'uso dei fondi in conformità allo scopo e se, altresì, abbiano un diritto all'informazione ed eventualmente al controllo ed alla gestione dei fondi. Se, quindi, il finanziatore voglia solo contribuire con il suo "obolo" a che l'opera si realizzi («getta[ndo] la sua pietruzza nell'edificio della carità»⁵⁰⁴), se quindi ci sia "disinteresse" rispetto agli usi che si fanno della somma versata o se vi sia un interesse meritevole di tutela a cui corrisponde una obbligazione dei gestori del fondo. Obbligazione che, a sua volta, si scinderebbe in due fasi, la prima di raccolta del denaro sufficiente e, nelle more, di conservazione diligente dei fondi già esistenti. La seconda, una volta raggiunto quanto necessario, di destinazione allo scopo prestabilito.

Ovviamente, una volta superata l'annosa questione della natura del negozio di oblazione, stante la inutilità della struttura a fungere da premessa per decidere sulla tutelabilità dell'interesse dell'oblato, si propende per dare forma e tutela a quest'ultimo, che diverrebbe un vero e proprio diritto di credito⁵⁰⁵. A ciò consegue una indagine sul rimedio all'inadempimento dei gestori rispetto allo scopo. Se sia, ad esempio, possibile un risarcimento o la restituzione del contributo versato dall'oblato, o se non sia meglio puntare sul principio di conservazione dello scopo, come espressione del principio di conservazione del contratto, che garantirebbe il mantenimento dell'interesse in rilievo, altruistico. Quest'ultima opzione parrebbe la più accettabile, considerato che, data la natura dello scopo, mancherebbe un meccanismo di mercato che consenta di procurarsi altrove il bene e manca la finalità di conservazione del patrimonio del "creditore".

Ricalcherebbe, altresì, la distinzione tra investimenti sostenibili ed investimenti ad impatto la differenza tra lo scopo del comitato determinato non solo nell'attività bensì nel risultato, in cui l'interesse si soddisfa con la realizzazione del medesimo risultato, con lo scopo determinato solo nell'attività, con il conseguente dovere di adeguare la risposta rimediale ad una situazione piuttosto che all'altra.

Inoltre, nel caso in cui lo scopo del comitato, nell'atto costitutivo o per delibera, assuma la forma di una promessa al pubblico, o di una promessa unilaterale obbligatoria, all'interesse altruistico del

⁵⁰⁴ F. FERRARA, *Recensione al volume di F. Bolchini, Le pubbliche sottoscrizioni nel diritto privato*, in *Riv. it. sc. giur.*, 1905, p. 403.

⁵⁰⁵ Il tema è trattato con profondità e completezza da P. FEMIA, *op.ult.cit.*, p. 87 ss. soprattutto nelle note a piè di pagina. L'A. si occupa per primo della questione e offre la stura ad ampliare la domanda al caso del cliente di investimenti sostenibili, là dove non è solo l'interesse altruistico ad essere tutelato bensì il suo stesso patrimonio. Nota 119, in particolare, per la ricostruzione della natura del negozio di oblazione, verso la quale l'A. si professa agnostico perché poco rilevante per la qualificazione dell'interesse.

In favore della tutela dell'interesse dell'oblato, che persegue la realizzazione dell'opera, G. FERRI, *Comitati*, in *Nuovo dig. It.*, III, Torino, 1938, p. 341.

sottoscrittore farebbe eco una “aspettativa”⁵⁰⁶ in capo ai beneficiari. Ciò indurrebbe a configurare se non un diritto di credito, quantomeno un diritto ad essere informati. Meno problemi genera l’ipotesi che vede intercorrere tra beneficiari ed ente un contratto, gratuito ma non donativo poiché privo di spirito di liberalità, la cui causa diviene la concretizzazione dello scopo comune.

2. Enti del Terzo Settore

Si può, tuttavia, fare un ulteriore passo in avanti che complica la situazione nel momento in cui la solidarietà “esterna” è oggetto di attività organizzata perché «riconosciuta e promossa sul piano generale» quale «valore giuridico razionale dell’ordinamento»; essa raggiunge i luoghi di promozione del suddetto valore attraverso la «costruzione di discipline premiali *ad hoc*, tese a favorirne la strutturazione sul piano macroeconomico»⁵⁰⁷.

In breve, dalla prestazione solidaristica pura si approda ad una solidarietà organizzata e, in particolare, all’organizzazione di attività solidaristiche orientate verso l’esterno e gestite in forma d’impresa nella prospettiva del c.d. Terzo settore dell’economia. Si approda, quindi, a quella che è stata definita «solidarietà con la funzione di mediare»⁵⁰⁸ tra singoli e collettività intesa anche come società civile e ceto produttivo là, dove i doveri di solidarietà politica, economica e sociale di cui parla la Costituzione trovano attuazione nella dinamica dei rapporti economici, nella produzione non capitalistica di ricchezza da impiegare per scopi ideali.

⁵⁰⁶ P. FEMIA, *op.ult.cit.*, p. 131, nota 158, che tratta la questione con maggiore ampiezza, specifica che il termine aspettativa viene utilizzato in modo atecnico. Tuttavia, nell’ipotesi in cui non sia possibile costruire una obbligazione del gruppo in favore del terzo al fine di far conseguire a quest’ultimo un utile in forma esclusiva, allora quella aspettativa generata dal comportamento dell’ente prende le sembianze di un vero e proprio interesse legittimo.

⁵⁰⁷ «Molto cambia, però» – scrive M. FRANCESCA, *La rilevanza dei fatti di sentimento*, cit., pp. 43 ss. e 45 – «quando la medesima assistenza è oggetto di attività organizzata in funzione di una solidarietà riconosciuta e promossa sul piano generale».

Sulla solidarietà in generale Cass., 19 giugno 2009, n. 14343, in *OneLegale*, per la quale «la persona è inseparabile dalla solidarietà che non può essere pertanto limitata alla sfera dei rapporti economici dato che il principio solidaristico, oltre a svolgere una funzione emancipatoria ed a garantire l’adempimento dei doveri del singolo verso la comunità, assume rilevanza anche nei rapporti interindividuali. In altre parole il principio solidaristico non è più soltanto caratterizzato in senso economico, rivolto a scopi nazionalistici, di efficientismo del sistema o di aumento della produttività, ma ha fini ad un tempo politici, economici, sociali».

⁵⁰⁸ R. DI RAIMO, *Date a Cesare (soltanto) quel che è di Cesare. Il valore affermativo dello scopo ideale e i tre volti della solidarietà costituzionale*, cit., p. 1091.

Terreno elettivo di tale forma di solidarietà è il Codice del Terzo Settore (d.lg. 3 luglio 2017, n. 117)⁵⁰⁹⁵¹⁰ risultato tangibile del fallimento dello Stato, quale soggetto incapace di soddisfare le richieste di *social care*, e punto di arrivo dell'affermazione di sfere di azione incentrate su volontariato, altruismo, reciprocità, solidarietà ed orientate al cd. *common* collaborativo nonché al bilanciamento con l'ottica "mercantilista". Lo scopo è chiaro: promuovere l'azione sussidiaria dei privati per colmare gli spazi di *welfare* sguarniti dalla finanziarizzazione del mercato e dall'arretramento dell'azione pubblica⁵¹¹.

La visione duale enti lucrativi, da una parte, ed enti con finalità ideale dall'altra (*enti non profit-enti for profit*), nella quale la categoria dello scopo di lucro risulta costruita a partire da una visione pan-patrimonialistica della produzione di beni e servizi mai tradotta in scelta ordinamentale, viene smentita dalla progressiva transizione verso forme di investimento collettivo che implementano nel *surplus* la

⁵⁰⁹ Più o meno negli stessi anni, in Spagna nasce la *Ley 43/2015*, 9 di ottobre, *de tercer sector de accion social*, la cui funzione è «*fortalecer la capacidad del Tercer Sector de Acción Social como interlocutor ante la Administración General del Estado para el diseño, aplicación y seguimiento de las políticas públicas en el ámbito social, con el fin de asegurar un desarrollo armónico de las políticas sociales, una identificación correcta de las necesidades de los grupos afectados y un óptimo aprovechamiento de los recursos. A tal efecto es objeto de regulación un marco jurídico en el que se delimitan con una claridad meridiana la naturaleza y los principios rectores de la actuación de las entidades que integran el Tercer Sector de Acción Social. Tal y como se señala en el art. 1 de la Ley su objeto lo constituye «regular las entidades del Tercer Sector de Acción Social, reforzar su capacidad como interlocutoras ante la Administración General del Estado, respecto de las políticas públicas sociales y definir las medidas de fomento que los poderes públicos podrán adoptar en su beneficio»*. La stessa definisce gli enti che ne fanno parte come «*aquellas organizaciones de carácter privado, surgidas de la iniciativa ciudadana o social, bajo diferentes modalidades, que responden a criterios de solidaridad y de participación social, con fines de interés general y ausencia de ánimo de lucro, que impulsan el reconocimiento y el ejercicio de los derechos civiles, así como de los derechos económicos, sociales o culturales de las personas y grupos que sufren condiciones de vulnerabilidad o que se encuentran en riesgo de exclusión social*» (art. 2). I principi di riferimento sono sempre gli stessi: *tener personalidad jurídica propia; ser de naturaleza jurídica privada; no poseer ánimo de lucro y tener carácter altruista*. Inoltre, sono enti che hanno *acceso a la financiación, a través de entidades de crédito oficial*. Tuttavia, già nelle prime critiche si sosteneva la necessità di un *desarrollo de mecanismos de financiación que aporten la estabilidad necesaria al desarrollo sector. Dichos mecanismos han de garantizar la atención sostenida y armonizada a las personas más vulnerables, en la defensa de la justicia social, la inclusión social y laboral y el respeto a los derechos básicos de todos los ciudadanos* (J. CALVO VÉRGEZ, *La nueva Ley 43/2015, de 9 de octubre, del tercer sector de acción social: un nuevo marco de actuación para las entidades del tercer sector*, in *Revista Aranzadi Doctrinal*, 11, 2015; F.J. BURILLOSÁNCHEZ *Fomento de las entidades del Tercer sector de Acción Social*, in AA.Vv., *Fomento del trabajo autónomo y la economía social. Especial referencia a las novedades introducidas por la Ley 31/2015, de 9 de septiembre*, Cizur Menor, 2015, pp. 369-388).

⁵¹⁰ La letteratura al riguardo è sterminata. Per tutti, ivi altra bibliografia, M. GORGONI (a cura di), *Il codice del terzo settore. Commento al Decreto legislativo 3 luglio 2017, n. 117*, Pisa, 2021.

⁵¹¹ «Il Terzo Settore ha un compito primario da svolgere: quello di facilitare la transizione dall'ordine sociale bipolare fondato sulla dicotomia "pubblico/privato" ad un ordine tripolare centrato sulla triade "pubblico/privato/civile"» (S. ZAMAGNI, *Terzo settore e costituzionalizzazione del civile*, in *Aretè*, 2011, p. 5). La sussidiarietà nella riforma del terzo settore diviene "principio ordinante" (C. MIGNONE, *Una via costituzionale all'impact investing*, cit., p. 47).

«Sono enti del Terzo settore le organizzazioni di volontariato, le associazioni di promozione sociale, gli enti filantropici, le imprese sociali, incluse le cooperative sociali, le reti associative, le società di mutuo soccorso, le associazioni, riconosciute o non riconosciute, le fondazioni e gli altri enti di carattere privato diversi dalle società costituiti per il perseguimento, senza scopo di lucro, di finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale mediante lo svolgimento, in via esclusiva o principale, di una o più attività di interesse generale in forma di azione volontaria o di erogazione gratuita di denaro, beni o servizi, o di mutualità o di produzione o scambio di beni o servizi, ed iscritti nel registro unico nazionale del Terzo settore» (art. 4).

misurazione delle ricadute sociali dell'attività. Dal binomio *non profit-for profit* al trinomio *non profit-for profit-low profit*. Viene fatta salva la centralità del codice civile il quale, senza accogliere le suggestioni di revisione del Titolo II, Libro I, provenienti dalla legge delega 6 giugno 2016, n. 106, coesiste con il codice del terzo settore, lasciando agli enti in esso considerati la possibilità di assumere, “nei limiti di compatibilità”, le forme tradizionali (eccetto quella della fondazione bancaria e, apparentemente, del comitato)⁵¹². Il risultato è una situazione caotica, di incertezza disciplinare tra una disciplina codicistica la cui *ratio* originaria era molto lontana dalla attività del *non profit* e una pletora di nuovi enti sorti con fantasiose legislazioni speciali che si muovono in uno spazio indefinito tra il Libro I ed il Libro V del codice civile, tra altruismo-idealità-solidarietà e imprenditorialità. Così alle associazioni non riconosciute e riconosciute, si affiancano le associazioni ETS, ove l'interesse dirimente non è più quello partecipativo «bensì la capitalizzazione (quindi, la destinazione patrimoniale) in termini qualitativi e quantitativi predeterminati in funzione dello svolgimento dell'attività (anche economica) con funzione di protezione dei terzi»⁵¹³.

Accanto alla espressione più pura del *non profit*, le organizzazioni di volontariato, proliferano, dunque, tipologie societarie “ibride”⁵¹⁴ che il legislatore ha introdotto per conciliare l'interesse (lucrativo) alla remunerazione del capitale investito con uno scopo sociale o ambientale (non economico) e che rientrano nell'ampio spettro di destinazioni finanziarie sorrette da scopi «ego-altruistici»⁵¹⁵. Nuove forme di destinazione della ricchezza che incidono sulla struttura finanziaria e organizzativa dell'impresa, conformando l'una e l'altra sulla scorta del bilanciamento dei rendimenti finanziari con gli effetti socio-ambientali generati dall'attività finanziata, in una rinnovata dialettica tra il sociale ed il mercato⁵¹⁶. Si ammettono, infatti, forme di imprese *low profit*, nelle quali gli utili vengono

⁵¹² Effettivamente il legislatore non ha preso in considerazione il comitato. Il problema si pone solo nel caso in cui si considerasse questo quale ente collettivo assistente. Diversamente, rientrerebbe nel concetto di associazione o fondazione (M. GORGONI, *Il codice del terzo settore tra luci e ombre*, in M. GORGONI, op. cit., p. 22, nota 68).

⁵¹³ M. D'AMBROSIO, *Scopo ideale e lucratività: frammenti di una questione aperta*, in M. FRANCESCA e C. MIGNONE (a cura di), cit., p. 266. Proprio le parole di D'Ambrosio confermano quanto detto da M. FRANCESCA, *Fatti di sentimento e terzo settore*, cit., p. 48, secondo la quale l'utilizzo di enti del libro I come accesso alle politiche solidaristiche si scontra con la difficoltà di ridurre a sistema due esigenze divergenti: attività verso terzi a mezzo di oggettivazione della solidarietà quale affidamento della collettività e partecipazione pure nel senso di interesse singolare dell'associato.

⁵¹⁴ Termine molto in voga per definire modelli organizzativi che «mettono insieme interessi egoistici (al lavoro, a una minima remunerazione del capitale) con altruismo (perseguendo finalità di interesse generale)»: A. FUSARO, *Le organizzazioni a scopo non lucrativo nella Law and Economics*, in ID., *Tendenze del diritto privato in prospettiva comparatistica*, 2ª ed., Torino, 2017, pp. 135 ss., 143 s.; peccato che, come giustamente afferma C. MIGNONE, *Una via costituzionale all'impact investing*, cit., p. 22, che «il risultato finale, più che l'esito di una “ibridazione” tra *profit* e *non profit*, si direbbe una creatura confusa e rabberciata, che il legislatore ha portato in vita trapiantando pezzi di diritto societario e trincerandosi dietro la formula “si applicano in quanto compatibili”».

⁵¹⁵ Di cui già parlava G. SANTINI, *Tramonto dello scopo lucrativo nelle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 1973, I, pp. 151 ss. e 155.

⁵¹⁶ Già nel sistema statunitense si moltiplicano figure societarie che tentano di combinare forme di remunerazione del capitale con uno scopo “primario” sociale o ambientale: *Low Profit Liability Companies*, che perseguono «one or more charitable or educational purposes»; *Flexible Purpose Corporations* «charitable

orientati non esclusivamente ma prioritariamente al conseguimento dell'oggetto sociale. L'opportunità è data all'impresa sociale⁵¹⁷, esercitata con i modelli organizzativi del Libro V, proprio grazie alla sua natura di modello organizzativo del Terzo settore⁵¹⁸ specificamente ipotizzato dal legislatore per l'esercizio di attività economica d'impresa. L'art. 1, comma 1, d.lgs. 112/2017, chiarisce che quella di impresa sociale è una "qualifica" acquisibile da tutti gli enti privati a prescindere dalla forma giuridica di loro costituzione, purchè rispettosi di determinati requisiti tra cui l'assenza dello scopo di lucro e la gestione di un'attività di interesse generale. Tuttavia, proprio al fine di favorire l'accesso di capitali di

purposes like those non-profits carry out» e Public Benefit Corporations con il fine di generare «material positive impact on society and the environment». Queste generano modelli ibridi, dalla struttura flessibile che, drenando capitali da differenti classi di investitori con livelli di rischio e obiettivi di retribuzione diversi, uniscono i caratteri di una organizzazione tipicamente non-profit – strutturata per massimizzare l'impatto sociale o ambientale dell'iniziativa economica comune – e un'organizzazione for-profit, strutturata per massimizzare il diritto degli shareholders all'utile di gestione. Sul tema, C. MIGNONE, *Investimento a impatto sociale: etica, tecnica e rischio finanziario*, cit., p. 932.

⁵¹⁷ L'impresa sociale è un modello italiano che risale al 1990, nato con la rivista Impresa Sociale iniziativa del Centro Studi del Consorzio CGM, che elabora un concetto della stessa a partire dalla idea della cooperativa, però con un cambio di prospettiva per rispondere ad iniziative sociali non soddisfatte dal mercato tradizionale. Tuttora rappresenta il modello europeo più avanzato – assieme a quello inglese delle *community interest companies* – di legislazione sull'impresa sociale come particolare qualifica normativa, o status giuridico, accessibile ad enti costituiti in diversa forma giuridica (A. FICI, *La nuova disciplina dell'impresa sociale: una prima lettura sistematica*, in *Riv. impr. soc.*, 2017, p. 9).

In Spagna, invece, tutt'ora si assiste ad una certa passività sul tema, nonostante sia stato uno dei primi Paesi a promulgare una *ley de la economía social* (Ley 5/2011, que se cita LES), la quale aveva come obiettivo dettare "un marco jurídico común para el conjunto de entidades que integran la economía social" intese come «conjunto de las actividades económicas y empresariales, que en el ámbito privado llevan a cabo aquellas entidades que, de conformidad con los principios recogidos en el artículo 4, persiguen bien el interés colectivo de sus integrantes, bien el interés general económico o social, o ambos» (R. ALFONSO SANCHEZ, *La economía social desde la tipología societaria*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 47, 2016; L.A. SÁNCHEZ PACHÓN, *La delimitación de las entidades y organizaciones de la economía social en la próxima ley reguladora del sector*, in *Revista de Economía Social, Pública y Cooperativa*, 66, 2009, pp. 61-84; N. PAZ CANALEJO, *Comentario sistemático a la Ley 5/2011, de Economía Social*, Valencia, 2012). Per far fronte a questo immobilismo, C. VARGAS VASSEROT, *Las empresas sociales. reconocimiento de su estatuto legal en Europa y propuestas para su regulación en España*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 65, 2022, ipotizza quattro soluzioni: non regolarle, dejar las cosas como están en la actualidad con el único reconocimiento de las empresas sociales de la economía social (centros especiales de empleo, empresas de inserción y cooperativas sociales), andando contro la tendenza e la normativa UE e generando una discriminazione di tali imprese rispetto a quelle di altri Paesi, più tutelate e incentivate. La seconda opzione è *reformat la LES (como ha hecho Francia) con el objetivo de superar la concepción restrictiva y excesivamente formalista de la economía social de la que parte dicha norma y por la que, en principio, quedan fuera de la misma las personas jurídicas que no se hayan constituido utilizando una de las fórmulas legales de la economía social*. Aggiornare la legge già esistente, emanando attraverso il Ministero un catalogo de los diferentes tipos de entidades integrantes de la economía social e incluir en él a las empresas sociales en él. Tuttavia, non sembra una buona opzione dato che el reconocimiento de una nueva figura societaria, aunque sea un subtipo social, debe venir de manos de una Ley específica y propia y no de un desarrollo reglamentario por parte de un Ministerio. Per ultimo, «regular a las empresas sociales en una ley especial y específica para este tipo de entidades [...]». Esta posibilidad viene avalada por la propia LES que admite que a través de la promulgación de normas específicas se creen entidades que al cumplir en su funcionamiento con los principios orientadores de la economía social, principios que no están muy alejados a los que suelen servir para configurar a las empresas sociales, puedan ser reconocidas como tales». In tema M. DÍAZ-FONCEA e C. MARCUELLOS, *Las empresas sociales en España: concepto y características*, in *Revista Vasca de Economía Social*, pp. 143-163; AA. VV., *La identidad de la empresa social en España: análisis desde cuatro realidades socioeconómicas*, in *Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 92, 2018, pp. 155-182.

⁵¹⁸ M. FRANCESCA, *op.ult.cit.*, p. 48.

rischio nell'impresa sociale si permette alle sole società imprese sociali di assegnare dividendi ai propri soci⁵¹⁹, con un limite oggettivo (può così destinarsi soltanto una quota inferiore al cinquanta per cento degli utili e degli avanzi di gestione annuali, dedotte eventuali perdite maturate negli esercizi precedenti) ed un limite soggettivo (il capitale effettivamente versato non può essere remunerato in misura superiore all'interesse massimo dei buoni postali fruttiferi, aumentato di due punti e mezzo). Si prevede, inoltre, che qualsiasi impresa sociale possa erogare una quota inferiore al cinquanta per cento degli utili e degli avanzi di gestione annuali, dedotte eventuali perdite maturate negli esercizi precedenti, in favore di altri ETS, che non abbiano la qualifica di impresa sociale e non siano fondatori, associati o soci dell'impresa sociale erogante o enti controllati da quest'ultima. Tale erogazioni devono essere finalizzate a finanziare specifici progetti di utilità sociale, trasformandola in un possibile strumento di supporto finanziario del Terzo settore non imprenditoriale. La prospettiva è quella dell'impresa sociale che produce utili sul mercato e ne destina parte per la promozione di iniziative socialmente utili intraprese da ODV o APS o altri soggetti del Terzo settore di natura erogativa.

Può, quindi, assumere in via indiretta la stessa funzione degli enti filantropici i quali erogano denaro, beni e anche servizi di investimento a sostegno di categorie di persone svantaggiate o di attività di interesse generale. Indiretta, si diceva perché mentre l'ente filantropico nasce come ente erogatore grazie a contributi pubblici e privati, donazioni e lasciti testamentari, rendite patrimoniali ed attività di raccolta fondi ed è obbligato a dichiarare le modalità di gestione, destinazione ed erogazione delle risorse, andando incontro, in caso contrario, ad un inadempimento di veri e proprio obblighi assunti tanto nei confronti dell'investitore/finanziatore, quanto nei confronti dei destinatari, l'impresa sociale liberamente decide se destinare parte degli utili a tali finalità.

Ciò che è certo è che, ai sensi dell'art. 8, comma 1, «Il patrimonio degli enti del terzo settore, comprensivo di eventuali ricavi, rendite, proventi, entrate comunque denominate è utilizzato per lo svolgimento dell'attività statutaria ai fini dell'esclusivo perseguimento di finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale», sancendo la convivenza tra rapporti ascrivibili all'area della solidarietà e del dono, e rapporti ascrivibili all'area dello scambio di mercato dall'altra.

L'impresa sociale, pertanto, deve dare conto degli effetti sociali e dell'impatto sulla società conseguenza della sua specifica attività; «è chiamata a dare evidenza dell'impatto [sociale] da essa

⁵¹⁹ Nonostante, infatti, permanga il binomio solidarietà/non lucratività dello scopo, Cass. Sez. un., 9 ottobre 2008, n. 24883 (in *OneLegale* e ivi note a sentenza), trattando di problemi tributari delle ONLUS, ha sostenuto che: «agli effetti delle agevolazioni fiscali, si intendono che vengano perseguite finalità di solidarietà sociale, da parte delle ONLUS, quando le loro attività siano dirette ad arrecare benefici a persone svantaggiate in ragione di condizioni fisiche, psichiche e economiche, sociali e familiari, anche a prescindere dalla sussistenza di vantaggio economico del beneficiario», affermando di conseguenza che «non appare incompatibile con il fine solidaristico lo svolgimento di attività a pagamento purché gli utili vengano impiegati per la realizzazione delle attività istituzionali o connesse, o comunque, non vengano distribuiti utili».

generato»⁵²⁰ attraverso la messa a frutto della molteplicità di risorse che possono formare il suo patrimonio. Tra queste, spiccano gli strumenti di finanza ad impatto sociale (*social impact bond*), dei quali pare poter essere la beneficiaria modello. Di conseguenza, è l'istituto che coinvolge maggiormente tutti gli interessi in gioco, la proprietà, il *management* e le molteplici categorie di *stakeholder* (dai volontari ai finanziatori)⁵²¹. E ciò le impone di rendere conoscibile e misurabile l'impatto sociale soprattutto ai finanziatori, dei quali deve comprendere i bisogni nella definizione degli obiettivi *ex ante*, al fine di garantire la coerenza in termini di impatto delle attività realizzate (per intenderci, la veste di finanziatore potrebbe tranquillamente assumerla l'investitore che compra prodotti di finanza di impatto e di cui si sta tentando in questa sede la costruzione di una tutela che vada oltre la protezione del suo portafoglio). Ma anche ai beneficiari i quali sono fruitori finali del servizio, promesso che "aspettano" qualcosa, e non pedine di attività imprenditoriali (o investimenti) camuffate da solidarietà sociale.

Il loro interesse viene preso in considerazione anche nell'art. 1, comma 377, l. 28 dicembre 2015, n. 208, con riferimento alla disciplina delle società *benefit*, quale «evoluzione positiva dell'impresa *profit*»⁵²², nella quale lo schema societario viene piegato al perseguimento, oltre dello scopo di lucro, anche di finalità di interesse generale, operando in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse. Così come l'interesse egoistico (con la parziale distribuzione dell'utile) colora gli enti senza scopo di lucro, allo stesso modo la solidarietà sociale e ambientale può invadere società che mantengono l'interesse lucrativo, permettendo alle stesse di bilanciare l'interesse egoistico dei soci a ottenere un ritorno dall'investimento effettuato, con quello (o quelli) di realizzazione del

⁵²⁰ S. ZAMAGNI, P. VENTURI e S. RAGO, *Valutare l'impatto sociale. La questione della misurazione nelle imprese sociali*, in *rivistaimpresasociale.it*, 2015, 6, p. 7 ss.: «l'imprenditore sociale come colui il quale "cambia la capacità di performance della società" [...] assume il ruolo di agente del cambiamento nel settore in cui opera, adottando una mission in grado di generare valore sociale e mostrando un elevato senso di trasparenza nei confronti dei beneficiari e rispetto agli outcome generati».

Gli A. studiano tutti gli approcci e gli strumenti usati a livello internazionale per misurare l'impatto sociale il quale crea, come già detto più volte, grosse difficoltà, proprio in quanto concetto multilivello e multidimensionale (come già evidenziato da A. NICHOLLS, J. EMERSON, R. PATON, *Measuring Social Impact*, in A. NICHOLLS, J. EMERSON, R. PATON (eds.), *Social Finance*, Oxford, 2015).

⁵²¹ Già nelle prime esperienze di impresa sociale L. SOLARI, *Implicazioni organizzative di un approccio multistakeholder*, in *Impresa Sociale*, 1997, p. 44, parlava di teoria degli *stakeholder*, definendo l'impresa sociale *multimembership*. Questi sono intesi come «persone o gruppi che possiedono legittimi interessi nei confronti delle attività procedurali o sostanziali dell'organizzazione». Il potenziale di cambiamento quasi eversivo nelle teorie del management strategico di questo approccio risiede nel considerare tutti gli *stakeholder* in via di principio sullo stesso piano nei confronti dell'organizzazione. Un passo ancora in avanti li identifica come "stakeholder primari", ovvero quelli senza la cui partecipazione continua l'impresa non può sopravvivere, quali i clienti, i portatori di capitale risparmio, i prestatori di lavoro, gli investitori e i fornitori, e "stakeholder secondari", coloro che influenzano l'impresa o da essa sono influenzati, ma non sono coinvolti in transazioni con l'organizzazione e non sono necessari per la sua sopravvivenza.

⁵²² M. PETRACHI, *Le frontiere del partenariato pubblico-privato*, in M. FRANCESCA, C. MIGNONE (a cura di), cit., p. 399. Sulle società *benefit*, A. ZOPPINI, *Un raffronto tra società benefit ed enti non profit*, in B. DE DONNO, L. VENTURA (a cura di), *Dalla Benefit Corporation alla società benefit*, Bari, 2018, p. 71 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Società benefit e società non benefit*, ivi, p. 59 ss.; G. MARASÀ, *Scopo di lucro e scopo di beneficio comune nelle società benefit*, ivi, p. 49 ss.; C. ANGELICI, *Società benefit*, ivi, p. 19 s.

«beneficio comune» indicato nello statuto. La differenza tra le due forme si manifesterebbe nella categoria dei *residuals*, ossia coloro che verrebbero soddisfatti solo dopo la soddisfazione di tutti i costi di gestione, compresi i finanziatori che sopportano il rapporto responsabilità-rischio di impresa.

Fermo restando, comunque, che in entrambi i casi occorre perseguire l'interesse degli *stakeholders* e quello dei soci (che sia lucrativo o mutualistico poco importa), di nuovo si apre il problema dell'eventuale conflitto, nell'ipotesi in cui il patrimonio non sia sufficiente a soddisfare entrambi. In questo caso la risposta si potrebbe rinvenire nella collocazione delle finalità specifiche di beneficio comune all'interno dell'oggetto sociale in cui vanno indicate. Se la realizzazione dello scopo altruistico concretizza l'attività di impresa dalla società *benefit*, allora l'obiettivo filantropico sarà recessivo rispetto all'interesse dei soci, in quanto gli stessi verranno soddisfatti a mezzo della realizzazione delle «finalità specifiche di beneficio comune», al pari di quanto avviene in ogni compagine che persegua il solo scopo egoistico. A ciò segue che il bilanciamento va letto come soddisfacimento delle aspettative dei soggetti esterni alla società funzionale alla realizzazione di quelle dei soci. Tuttavia, nel momento in cui gli amministratori non adempiono in modo colpevole al perseguimento dello scopo altruistico la loro responsabilità può essere fatta valere anche dai beneficiari che nutrono delle aspettative sui risultati? E come si individua il danno arrecato a questi ultimi⁵²³?

⁵²³ A queste domande M. PALMIERI, *L'interesse sociale: dallo shareholder value alle società benefit*, in *Banca impr. soc.*, 2017, p. 205 ss., risponde che i beneficiari non possono essere considerati dei partecipi economici «in astratto» della società, ossia dei soggetti in grado di avanzare razionalmente una pretesa economica nei confronti del patrimonio sociale, dato che essi, pur potendo essere i destinatari della produzione «di uno o più effetti positivi, o la riduzione degli effetti negativi», non sono in grado di forzare la persona giuridica ad accogliere le pretese economiche che vorrebbero avanzare (L. VENTURA, *Benefit corporation e circolazione di modelli: le «società benefit», un trapianto necessario?*, in *Contr. impr.*, 2016, p. 1158, sostiene che «il legislatore neghi l'esistenza di qualunque tipo di dovere o responsabilità ulteriore degli amministratori nei confronti dei terzi beneficiari del beneficio comune, i quali restano privi di tutele»). I beneficiari, dunque, sarebbero unicamente meri portatori di un interesse economico nei confronti della società *benefit*, aventi come unico desiderio di accaparrarsi una porzione del patrimonio sociale sulla base del fatto che la società li riconosce, nel proprio oggetto sociale, come i potenziali destinatari delle proprie azioni. Di conseguenza, non potranno procedere giudizialmente nei confronti degli amministratori che abbiano colpevolmente omesso di realizzare l'oggetto sociale eccetto il caso in cui, riconosciuti come creditori dalla società, non vedano soddisfatto il loro diritto ad ottenere l'adempimento dell'obbligazione a cui hanno diritto a causa dell'incapienza patrimoniale della società, imputabile alla colpa del *management* (art. 2394 c.c.). L'A., alla luce di tale tranciante lettura, conclude sostenendo che l'atto costitutivo della società *benefit* non possa essere considerato alla stregua di un contratto a favore anche di terzi, dato sulla volontà della base sociale di perseguire uno scopo egoistico ai sensi dell'art. 2247 c.c., che si caratterizza, appunto, nell'aspettativa nutrita dagli stessi soci che l'attività di «beneficio comune» possa incrementare gli scambi commerciali e, quindi, i guadagni legati all'impresa sociale. Quanto alla seconda domanda, il danno arrecato alla società potrà configurarsi in termini di lucro cessante e anche di danno emergente, qualora l'attività sia stata svolta in modo colpevolmente inefficace; l'esistenza di un danno emergente e di un lucro cessante potranno essere ovviamente lamentati anche dai beneficiari dell'attività altruistica che risultino dei creditori insoddisfatti della società per colpa degli amministratori.

Contra S. CORSO, *Le società benefit nell'ordinamento italiano: una nuova «qualifica» tra profit e non-profit*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, p. 1011, che afferma che «se la rilevanza degli obiettivi di beneficio comune nelle SB resta confinata all'oggetto sociale e la loro realizzazione circoscritta entro la cornice dello scopo lucrativo («elasticamente» inteso), l'istituto finisce per avere una portata tutto sommato modesta, che si risolve nell'accreditare la tesi, peraltro già diffusa in dottrina, che ammette l'indicazione di finalità ideali nell'oggetto

Questioni simili si aprono anche per gli altri enti, tra cui l'impresa sociale, nell'ipotesi in cui, come si è visto già nella critica alla disciplina dei comitati, gli stessi “tradiscano” la finalità sociale. Anche in questo caso ci si chiede se esiste un diritto azionabile a presidio dell'integrità e della permanenza dello scopo altruistico, del raggiungimento dell'impatto promesso e se sia azionabile dai finanziatori esterni o, addirittura, dai beneficiari dell'attività.

A tal proposito, si significa che, in alcuni Paesi di *common law*, la disciplina di una delle figure societarie “ibride”, le *Public Benefit Corporations*, permette espressamente a predefinite categorie di *stakeholders* – consumatori, lavoratori, comunità o gruppi organizzati intorno ad un interesse collegato allo specifico scopo sociale – di avviare un procedimento speciale (*benefit enforcement proceeding*) per far valere la responsabilità degli amministratori che hanno violato gli obblighi di gestione e trasparenza collegati al *public benefit purpose*. Un rimedio che sembra fare da eco, in Europa, alla nuova disciplina della *Due diligence directive* (già, in breve, citata), la cui *ratio* è fornire regole di condotta che obblighino gli amministratori a mantenere un comportamento aziendale sostenibile e responsabile lungo l'intera catena del valore ed a introdurre concretamente azioni che traducano in politiche aziendali gli impatti legati all'ambiente e ai diritti umani, nel rispetto non solo degli interessi degli azionisti ma, soprattutto, degli *stakeholders*. Viene, quindi, introdotta una procedura per reclami (art. 9 CSDDD) azionabile da chiunque abbia un interesse o un fondato motivo nel ritenere che gli impatti possano pregiudicare le proprie operazioni o la catena di valore. I vari step che comporranno la procedura saranno a carico dei singoli Stati membri. Inoltre, gli artt. 25 e 26 aumentano i doveri di diligenza in capo agli amministratori, obbligandoli a tenere in considerazione le conseguenze delle loro decisioni in materia di sostenibilità, quindi di valori qualitativi e non di profitto duro e puro ed a perseguire l'«interesse dell'impresa» quale interesse dell'azionista, più gli interessi delle altre parti in gioco.

Pur essendo un buon punto di partenza, la direttiva non risolve i problemi emersi. In primo luogo perché i soggetti interessati dalla *due diligence* sono solo società (anche intermediari finanziari) che incarnano alcuni specifici requisiti di grandezza, bilancio e attività. In secondo luogo, è vero che si tratta di monitorare gli impatti ma solo quelli sui diritti umani e ambientali e solo negativi, ossia le esternalità che potrebbero ingenerarsi come conseguenza delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità. In terzo luogo, indurre gli amministratori a perseguire anche gli interessi degli *stakeholders* fuori dal profitto, non produrrà effetti sino a quando gli incentivi di questi verranno parametrati alla pura

delle società lucrative, con conseguente iscrivibilità di un atto costitutivo così formulato nel registro delle imprese». Anche ASSONIME, *La disciplina delle società benefit*, Circolare del 19 luglio 2016, p. 12, «Le società benefit possono, infatti, espressamente perseguire due obiettivi: profitto e beneficio comune, con il conseguente sorgere di nuovi compiti e responsabilità in capo agli amministratori. Le finalità ideali entrano nel processo produttivo vincolando gli amministratori a precise scelte di politica aziendale basate sul bilanciamento tra diversi interessi. L'indicazione delle finalità di beneficio comune nell'oggetto sociale consente di cristallizzare gli obiettivi perseguiti nell'esercizio dell'attività economica rendendo immanente all'impresa l'impegno della realizzazione del beneficio comune, a prescindere dalle vicende che interessano i soci e il management».

massimizzazione del profitto. La remunerazione, quindi, dovrebbe essere parametrata anche a criteri di sostenibilità perché vi sia un vero incentivo. Infine, la CSDDD dovrebbe chiarire la portata dell'inclusione degli interessi delle parti interessate nei doveri fiduciari degli amministratori nei confronti della società, precisando che tali interessi si pongono sullo stesso piano dei profitti degli azionisti. La proposta, invece, confonde il già confuso bacino di interessi, peraltro variegatissimi, che gli amministratori dovrebbero perseguire, mettendo in dubbio la stessa legittimazione dei soli *shareholders* a nominarli, stante la nuova natura di rappresentanti di tutti gli interessi degli *stakeholders*.

La discrezionalità in mano agli amministratori di ponderare la grande varietà di interessi comporta che questi, che dovrebbero essere responsabili per tutto e tutti non lo saranno per nessuno e niente (*accountability to everyone means accountability to no one*) optando per un bilanciamento a loro arbitrio.

In ultimo, perché la stessa proposta introduce “obblighi di mezzi” (*policy*, protocolli, procedure) ma non “obblighi di risultato”⁵²⁴ e ciò per due ragioni. In primo luogo perché un risultato positivo nel settore sociale potrebbe essere peggiore per il settore dell'ambiente e viceversa; gli stessi interessi qualitativi potrebbero entrare in contrasto⁵²⁵. In secondo luogo, per il livello di scetticismo in merito alla apprezzabilità di risultati rispetto alla genericità degli scopi sul piano della singola impresa o gruppo di imprese⁵²⁶.

Alla luce di quanto detto, quindi, nonostante primordiali tentativi, non esistono tuttavia «strumenti di controllo centralizzato»⁵²⁷ in mano agli oblatori ed ai finanziatori che li rassicurino sul rispetto dello scopo su cui hanno investito, né in mano ai beneficiari, interessati a usufruire delle prestazioni erogate

⁵²⁴ M. STELLA RICHTER JR., *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 720 s., la proposta, più che porre autonomi obblighi o doveri da adempiere con diligenza, individua il dovere direttamente nella diligenza. «La diligenza è, in generale, una modalità che connota condotte tenute in modo solerte, preciso, scrupoloso: e così nel nostro diritto civile, in particolare, la diligenza è la cura richiesta al debitore nell'adempimento delle obbligazioni (art. 1176 c.c.). Nella Proposta, invece, le condotte richieste sono quelle di porre in essere procedure diligenti rispetto a obblighi che in realtà non esistono in modo autonomo: a ben vedere, la dovuta diligenza costì non è modalità di adempimento dell'obbligo, ma è oggetto del dovere».

⁵²⁵ *Ivi*, p. 720 s.: «è abbastanza chiaro che la prima causa del disastro ambientale e della crisi climatica alla quale stiamo andando incontro è proprio rappresentata dal numero di uomini che vivono oggi su questo Pianeta: una popolazione (così longeva come mai lo era stata nella storia della umanità) che consuma più di quanto il Pianeta possa sostenere in modo da preservare l'equilibrio ambientale. In questo senso, a me (ma non solo a me) pare tragicamente evidente che i diritti umani e sociali, e primi tra tutti quelli di riprodursi liberamente e di avere condizioni di vita e cure adeguate per tutti, non sono molto compatibili con la sostenibilità ambientale e climatica. Se, dunque, si portano le valutazioni, che nelle procedure e nelle politiche dovrebbero essere sviluppate, alle estreme conseguenze, questa contraddizione non potrebbe che emergere e non potrebbe che porre le imprese in una posizione senza alternative».

⁵²⁶ *Ivi*, p. 721, «per esempio, come si fa a dire che la singola società o gruppo di società rispetta o non rispetta la soglia di inquinamento prevista per evitare che l'innalzamento delle temperature ecceda quanto stabilito dagli accordi di Parigi?».

⁵²⁷ Cons. St., comm. spec., 14 giugno 2017, n. 1405, in *Foro amm.*, 2017, p. 1290. O perlomeno che fossero offerte «le coordinate applicative di schemi tratti dal diritto comune», che consentano ad oblatori e beneficiari di ottenere l'«invalidazione» delle scelte distrattive dei gestori delle risorse ovvero la «condanna degli stessi al compimento di azioni positive».

dall'ente. In tal caso, infatti, non si tratterebbe solo di controllare la destinazione patrimoniale da parte di chi vanta una aspettativa sui guadagni dell'impresa, tipica lettura da impresa *for profit*, bensì verificare il rispetto da parte dei gestori dell'esclusivo perseguimento di finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale. Ciò consentirebbe dal lato dei beneficiari di controllare la qualità dei servizi erogati dall'ente e la loro rispondenza alle aspettative e ai bisogni, dal lato dei finanziatori di aumentarne la fiducia, sapendo di poter verificare i risultati degli investimenti.

Come è stato detto «lo stesso decreto sull'impresa sociale, seppure ha fornito spunti importanti sul piano teorico-sistematico, ha soprattutto perso l'opportunità di fare chiarezza intorno alla natura degli strumenti di finanziamento interno ed esterno [...] all'individuazione degli interessi che ne giustificano l'erogazione»⁵²⁸ e, si aggiunge, alle tutele che garantiscano il rispetto di tali interessi.

Si potrebbe dire, infatti, che al cambiare, o meglio, al proliferare di interessi in gioco, si modifica anche il concetto di pregiudizio, il quale supera «la dimensione strettamente patrimoniale propria delle dinamiche societarie» per attingere «agli interessi di rilievo costituzionale, i quali vengono certamente in gioco nelle dinamiche delle attività proprie del terzo settore»⁵²⁹.

4. Leva egoistica come motore del privato alla realizzazione di interessi solidali, socio-ambientali.

Da quanto detto sinora emergono alcuni considerazioni.

In primo luogo si ribadisce l'importanza degli addentellati che le teorie sulla finanza sostenibile e, soprattutto, sulla finanza di impatto (in particolare sulla finanza sociale), già oggetto di sperimentazione soprattutto negli Stati Uniti e nell'area anglosassone, possono vantare nella nuova disciplina del terzo settore. «[I]l tema è uscito dalla nicchia e [...] inizia a diffondersi» grazie alla riforma del terzo settore che si propone «di aumentare la trasparenza delle organizzazioni del terzo settore e di garantire loro l'accesso a una più diversificata e articolata platea di finanziamenti»⁵³⁰. La natura composita del patrimonio degli enti è campo di elezione per affiancare alle tradizionali iniziative anti-economiche (apporti gratuiti o contributi liberali, come può esserlo una donazione, un sussidio o sovvenzione statale) fattispecie di finanziamenti azionari o quasi-azionari per le fasi iniziali e di avviamento, o finanziamenti

⁵²⁸ La qualificazione, in altre parole, si arresta alla struttura del potere di esercizio della situazione giuridica del finanziatore: finanziamento a titolo di capitale (*equity*) e finanziamento a titolo di debito (*debt*). Il primo sempre escluso, il secondo ammesso entro precisi limiti di remuneratività oltre i quali si ricade nella distribuzione indiretta (art. 3, comma 2, d.lg., 24 marzo 2006, n. 155). Struttura del potere del finanziatore e non lucratività compongono il presupposto necessario, ancorché non sufficiente, per l'applicazione di un regime «esterno» – collegato alle specifiche aree di intervento individuate dalla legge – imperniato, in ultima analisi, sulla fiscalità di favore e sul credito agevolato (C. MIGNONE, *Finanza alternativa e innovazione sociale: prolegomeni ad una teoria dell'«impact investing»*, in *Benessere e regole dei rapporti civili lo sviluppo oltre la crisi*, Atti del 9° Convegno Nazionale in ricordo di Giovanni Gabrielli 8-9-10 maggio 2014 Royal Continental Hotel – Napoli, p. 349).

⁵²⁹ A. NERVI, *Controlli interni e responsabilità*, in M. GORGONI (a cura di), *Il codice del terzo settore, Commento al Decreto legislativo 3 luglio 2017, n. 117*, Pisa, 2018, p. 445.

⁵³⁰ D. CASELLI, *Esperti. Come studiarli e perché*, Bologna, 2020, p. 165.

quasi-*equity*, o finanziamento mezzanino durante la fase di *scale-up*, e schemi di finanziamento innovativi, come partenariati pubblico-privati, piattaforme di *crowdfunding* e combinazioni di diversi tipi di strumenti finanziari o sovvenzioni e strumenti finanziari non tradizionali, concepiti per misurabili ed allo stesso tempo in grado di generare un ritorno economico per il finanziatore, che incentivino i risparmiatori a convogliare le proprie risorse remunerate (cd. “capitali pazienti”) in singoli progetti d’impatto investendo, ad esempio, in imprese sociali (art. 13, lett. b, Raccomandazione COM/2023/326)⁵³¹.

Con le loro scelte (anche) di investimento, i privati vengono chiamati non a riempire un “vuoto” lasciato dallo Stato nelle politiche ambientali e di *welfare*, bensì a contribuire alle politiche di economia reale con la concreta prospettiva di un ritorno anche economico⁵³².

A tale affermazione consegue la seconda considerazione che riguarda la correlazione tra «fatto di sentimento e solidarietà oggettiva»⁵³³.

Nelle forme di solidarietà organizzata che sono state brevemente ricordate, in cui si assiste all’incontro di una pletora di interessati e di interessi, patrimoniali e non, l’iniziativa sussidiaria dei privati pare muoversi sui binari di un’azione altruistica, spinta da un sentimento empatico di partecipazione ad una causa sociale o ambientale. Ciò, tuttavia, è vero solo in parte. Come è stato correttamente osservato, anche in materia di volontariato puro l’interesse del volontario presuppone un “postulato egoistico”, ossia il desiderio di essere, appunto, un volontario, di compiere un atto approvato dalla società e di potersi sentire utile, là dove il rilievo caritatevole dell’operato è uno dei fini ma non l’unico⁵³⁴.

Nelle attività produttive di servizi sociali accade la stessa cosa: la solidarietà si esternalizza, viene oggettivata. Il soggetto che vi partecipa come investitore interviene mosso, sì, da un sentimento di

⁵³¹ Il tema, declinato sulle partnership pubblico-privato previste nel codice del terzo settore, è trattato da C. MIGNONE, *Gli accordi di co-progettazione ex art. 55 c.t.s. Ambito operativo, causa, parametri di realizzazione degli interessi*, in *Le Corti Salernitane*, 2022, p. 439 ss.

⁵³² C. MIGNONE, *op.ult.cit.*, p. 469, sostiene che: «l’apporto del privato non si inserisce mai in un vuoto, qual è quello lasciato dalla diminuzione della spesa pubblica, ma in un pieno. Ovvero nello spazio «già densamente popolato dalle molte “culture del welfare”, che esprimono – diverse e spesso contrastanti – visioni antropologiche dell’uomo, delle sue debolezze, del senso e dei modi del prendersene cura» (così D. CASELLI, *La finanza per il welfare: promesse, contraddizioni e sogni proibiti*, in M. FRANCESCA, C. MIGNONE, cit., p. 201 s.)

⁵³³ M. FRANCESCA, *op.ult.cit.*, p. 41.

⁵³⁴ M. FRANCESCA, *op.ult.cit.*, p. 42, la quale riporta l’esempio del “caffè sospeso” a Napoli. La generosità «è anche un investimento», avendo alla sua base «l’auto-interesse propriamente inteso» (O. ZUNZ, *Philanthropy in America: A History*, Princeton, 2011, p. 296). D’altronde, basti solo pensare alla disciplina della donazione: alla donazione remuneratoria (art. 770 c.c.) e donazione modale (art. 793 c.c.), che confermano la presenza di profili di reciprocità e smentiscono l’immagine del dono “puro e disinteressato”; oppure alla disciplina della condizione di reversibilità (art. 791 c.c.), della revocazione per ingratitudine (art. 801 c.c.) o sopravvenienza di figli (art. 803 c.c.), nonché all’obbligo di collazione (art. 737 c.c.), come elementi che proiettano gli effetti dell’atto di liberalità su un orizzonte temporale più ampio e su una cerchia di soggetti non limitata alle sole parti del rapporto. Il diritto, insomma, «non concede nulla alla purezza o all’innocenza del dono» (S. RODOTÀ, *Il dono*, in *La vita e le regole. Tra diritto e non diritto*, Milano, 1998, p. 125).

empatia però avente una connotazione lontana dal suo corrispondente sociologico, perché espressione all'esterno della personalità del soggetto, avente dunque una caratterizzazione singolare-egoistica.

Tuttavia, affinché l'intervento del privato possa assumere una dimensione tale da supportare progetti di economia reale, occorre qualcosa in più di una pacca sulla spalla o la certezza di "appartenenza" ad un gruppo. La risposta si rinviene nell'interesse patrimoniale al rendimento economico dell'investimento. Il lucro (in senso oggettivo) diviene, allo stesso tempo, incentivo, punto di incontro e di equilibrio che preserva l'interesse dei terzi che subiscono l'azione con l'interesse dei partecipanti all'azione.

Non è un caso che il codice del terzo settore abbia concesso, a determinate condizioni, alle imprese sociali di distribuire parzialmente gli utili. L'interesse patrimoniale diviene il «motore soggettivo» che, una volta «oggettivato» in forme organizzative appropriate, è capace di garantire la dovuta stabilità ed ampiezza a un'«offerta di solidarietà [...] fino ad ora, non sempre coerente con la domanda».

La leva egoistica patrimoniale⁵³⁵ è la stessa che incentiva i privati ad investire in modo socialmente responsabile. L'investitore che opta per un portafoglio contenente prodotti sostenibili o ad impatto sta effettuando un calcolo egoista, sia nel senso patrimoniale che esistenziale. Non sta solo cercando di massimizzare l'utile finanziario che, di certo, resta il primo canto di sirena, quanto di tenere un comportamento in linea il proprio benessere personale. Al punto da rinunciare altresì ad una parte di ritorno economico. Lo scopo è e resta ego-altruistico però l'egoismo supera la concezione dell'egoismo patrimoniale per approdare ad un egoismo esistenziale. È stato fatto l'esempio del mercato delle opere d'arte. Se è vero che il tasso di rendimento netto degli investimenti nell'arte è inferiore a quello degli investimenti finanziari "puri", la propensione ad investire in questo tipo di beni riflette un valore d'uso che l'investitore rinviene dall'operazione e che, aggiunto al ritorno finanziario, eguaglia o supera le alternative.

Ora, premesso che è ormai assodato che portafogli misti, con investimenti tradizionali ed investimenti sostenibili, hanno un rendimento pari ad un portafogli con soli investimenti tradizionali e che, pertanto, si sta riducendo il sacrificio economico a cui va incontro l'investitore "sostenibile", è pur vero che la spinta dietro i nuovi strumenti finanziari è sempre di natura egoistica. Ciò non toglie che detta scelta porta alla convivenza di quelli che già a suo tempo sono stati definiti due padroni: fare bene (dal punto di vista del risultato finanziario) e fare del bene (dal punto di vista dello scopo sociale prioritario), destinazione profittevole e destinazione solidaristica.

⁵³⁵ A. GENOVESI, *Lezioni di commercio o sia di economia civile*, Milano, 1824, pp. 206-207, parlando dell'interesse patrimoniale del mutuante, affermava: «io vorrei vedere un uomo pienamente disinteressato. Quest'uomo mi pare che dovess'essere men che un uomo perché egli dovrebbe essere un uomo senza niuno di quei principali istinti comuni della natura umana: 1) istinto che porta a conservare l'esistenza. 2) istinto che porta a cercare il comodo. 3) istinto di distinguersi. Ora un uomo di questa fatta sarebbe un animale come il mommont tanto cercato da'Moscoviti, come una sfinge egizia, come un'araba fenice».

In tal modo, si giunge alla terza conclusione. Che si voglia giustificare la scelta in favore degli investimenti sostenibili con la loro remunerabilità o meno, resta il fatto che nello strumento finanziario sostenibile vengono convogliati, attraverso le cd. “preferenze di sostenibilità”, fattori “etici”, qualitativi di cui il cliente vuole che si tenga conto. L’interesse puramente economico coesiste con quello non economico. La convivenza non è facile e potrebbe deflagrare in una situazione di conflitto. Si necessitano pertanto soluzioni improntate alla legalità costituzionale che tengano conto dell’interesse dei finanziatori, i quali pretendono il rispetto – e nei prodotti ad impatto, il conseguimento – dei fini di sostenibilità promessi e, allo stesso tempo, adeguati meccanismi di razionalizzazione e di contenimento del rischio finanziario. Con la possibilità che, in determinate fattispecie, occorra tener conto altresì dell’interesse dei beneficiari, rispetto ai quali l’operazione rileva quale modalità per procurare la massima attuazione dei servizi assicurati.

In questo cammino molto tortuoso, il primo passo, dunque, è pesare le preferenze di sostenibilità, verificando le modalità di innesto di queste ultime stabilite dalle normative europee e nazionali nell’ambito del rapporto tra intermediario e cliente investitore. Quali sono le facoltà ed i poteri che a quest’ultimo spettano e come la ricerca dell’equilibrio tra rendimento economico e sostenibilità cambia la fisionomia del rapporto stesso.

5. La ricerca di un equilibrio tra rendimento economico e sostenibilità. Il contenuto della situazione giuridica del risparmiatore/investitore nel rapporto di investimento con preferenze ESG. Facoltà e poteri.

Benché il profluvio di normativa europea si affanni a innestare in tutte le fasi di vita del prodotto finanziario – dalla produzione, alla distribuzione, al *marketing*, al singolo rapporto contrattuale – l’interesse alla sostenibilità, come fosse semplicemente un ulteriore requisito dello stesso, l’introduzione di questi altera un equilibrio già precario (basti pensare a tutta la tematica dei derivati per rendersi conto che già il solo interesse al rendimento economico può sollevare dubbi, anche soltanto con riferimento alla meritevolezza della operazione).

In effetti, puntando l’attenzione sul rapporto a valle, i contratti stessi di prestazione di servizi di investimento non vengono definiti a livello normativo, né concettualmente né tantomeno nelle loro caratteristiche essenziali comuni. Parte della dottrina nega, addirittura, la loro configurazione come autonomo tipo contrattuale, sostenendo che, in Italia, il t.u.f. si limiti ad introdurre una categoria di contratti accomunati *inter alia* da finalità protettive degli investitori e di regolazione del mercato⁵³⁶,

⁵³⁶ E. GABRIELLI, R. LENER, *I contratti del mercato finanziario*, Milano, 2011, p. 45; R. LENER, *Dalla formazione alla forma dei contratti sui valori mobiliari (prime note sul «neoformalismo negoziale»)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1990, p. 785, definiva «breviloquio» la dicitura “contratti di investimento” nonostante il nome, al tempo dello scritto, non si rinvenisse nella legge ma solo in norme di rango secondario (nel caso, art. 5, comma 1, regolamento relativo alle sollecitazioni del pubblico risparmio svolte *extra moenia* e approvato con delibera Consob 10 luglio 1985, 1739).

capisaldi del sistema, rilevanti ma non sufficienti; in Spagna, allo stesso modo, non esiste una disciplina sul regime negoziale dei servizi finanziari, che non corrisponda alla normativa sulla particolare forma della contrattazione a distanza, né la giurisprudenza si è occupata di chiarirne la natura giuridica⁵³⁷. Controversa è altresì la causa di questi. Se infatti «con il tipo si deve avere riguardo allo schema astratto, con la causa si deve indagare sui concreti risvolti dell'operazione economica vista nella sua complessità, ivi compresi gli aspetti soggettivi ed oggettivi che sfuggono del tutto ad un'indagine condotta per schemi e tipi»⁵³⁸. Ciò significa che occorre effettuare una valutazione caso per caso.

Si potrebbe dire, in coerenza con la più comune ottica efficientista e marginalista, che per “servizi di investimento” si intenda «(parte di) quei servizi necessari per agevolare l'incontro tra domanda e offerta del risparmio e per il suo investimento ottimale»⁵³⁹, centrando l'attenzione sulla creazione di profitto o sulla conservazione del valore dell'investimento come finalità sottesa al rapporto tra intermediario ed investitore. Finalità, tuttavia, che non viene mai positivizzata né tradotta in una regola precettiva, al fine di scongiurare la trasformazione dell'obbligazione dell'intermediario in “obbligazione di risultato”, rendendolo inadempiente ad un obbligo legislativo in caso di non raggiungibilità del risultato sperato. Tale finalità, tuttavia, si può considerare implicitamente sottesa all'art. 21 t.u.f. il quale impone all'intermediario di agire secondo diligenza e nel rispetto del “*best interest of client*”, inteso nella sua

⁵³⁷ Si veda la *Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores*. Quanto alla giurisprudenza A. AGÜERO ORTIZ, *La evolución de la normativa de protección a los inversores y los remedios aplicados a los contratos de inversión*, Pamplona, 2020, la quale riporta in modo esaustivo tutta la giurisprudenza del Tribunale Supremo sulla negoziazione di strumenti finanziari dal punto di vista della loro efficacia in termini di tutela degli investitori effettuata senza una preventiva analisi della natura giuridica dei servizi di investimento prestati dalle entità convenute. E ciò, si pensa, proprio perché è un aspetto che viene ignorato nelle sentenze stesse, se non per occasionali riferimenti alla gestione del portafoglio come mandato basato sulla fiducia. R. MARIMÓN DURÁ, *Capítulo 1. Cambios en el mercado de crédito: Nuevos operadores y nuevos modelos de negocio*, in R. MARIMÓN DURÁ, J. MARTÍ MIRAVALLS, (Dirs.) y A. O'FLYNN (Coord.), *Problemas actuales y recurrentes en los mercados financieros: Financiación alternativa, gestión de la información y protección del cliente*, 2018, pp. 39-104, in particolare la sezione IV, che evidenzia l'aumento delle attività parabancarie con l'ibridazione di alcuni prodotti di investimento del risparmio non sempre trasparenti; questo ha portato ad un elevato livello di contenzioso ed ha comportato l'adattamento, in qualche modo forzato, di alcuni istituti “classici” del diritto contrattuale (nullità dovuta a vizio del consenso, responsabilità per assenza di consenso, responsabilità per inadempimento contrattuale, nullità parziale di condizioni non trasparenti o inique), che hanno assistito ad una “flessibilizzazione” dei presupposti e dei requisiti per la loro applicazione.

In generale, tuttavia, ciò che manca nel diritto spagnolo è proprio la definizione di “contratto di servizio”, il cui modello si costruisce a partire dalla regolamentazione del *Proyecto de Marco Común de Referencia (DCFR)* (si veda G.F. SEVERIN FUSTER, *Los contratos de servicio: su construcción como categoría contractual, y el derecho del cliente al cumplimiento específico*, Universidad Autónoma de Madrid, 2014). Il paragrafo IV.C.–1:102 del DCFR non include i servizi finanziari nel regime del contratto di servizio in quanto sostiene che abbiano una loro precisa normativa: «*Contracts for financial services “are of a specialised nature and are subject to, or likely to be subject to, initiatives at EU level”*».

⁵³⁸ F. GAZZONI, *Manuale di Diritto privato*, 2014, Napoli, p. 811.

⁵³⁹ F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, p. 152 ss.

accezione di attuare la volontà dell'investitore, di perseguire cioè il “vantaggio” così come quest'ultimo se lo raffigura e lo manifesta⁵⁴⁰.

Di conseguenza, se detto “miglior interesse” del cliente sempre è consistito nel massimizzare il valore dell'investimento nel rispetto del profilo dell'investitore⁵⁴¹, rispecchiando una visione “aritmetica” della finanza, l'aggiunta di un altro tipo di interesse, qualitativo, il cui soddisfacimento non è facilmente valutabile perché difficilmente misurabile ma, che allo stesso tempo, deve essere tenuto in considerazione in quanto parte delle preferenze del cliente, altera le condizioni strutturali ed i paradigmi di un rapporto già di difficile inquadramento nella sua accezione tradizionale.

L'investitore attento alla sostenibilità non si “aspetta” solo un eventuale ritorno economico, vincolato alla maggiore o minore alea dell'investimento, bensì un riverbero delle sue scelte sul piano ambientale e/o sociale e, nella finanza di impatto, un risultato tangibile rispetto ai progetti solidali finanziati.

Di conseguenza, ci si domanda se si è sicuri, come pare esserlo il legislatore europeo, che i costrutti – obblighi informativi, valutazioni di adeguatezza, costruzione del target market, disciplina dei conflitti di interessi – sino ad ora utilizzati, e che hanno già più volte dimostrato i loro limiti, possano funzionare nel mercato degli investimenti sostenibili da cui differiscono per *ratio* e, parzialmente, per contenuto. Se basti, dunque, considerare i prodotti sostenibili come una fattispecie ulteriore di strumento finanziario, assegnando alle preferenze di sostenibilità il ruolo di “casella da spuntare” nelle *question tag* dell'intermediario. O, in alternativa, quale ruolo assuma tale interesse dal punto di vista puramente “privatistico”. Se si possa considerare un'aspettativa, un diritto di credito, se rientri nella causa del contratto o resti ai margini come motivo. O se dipenda, volta per volta, dalla struttura in cui viene inserito.

Per cercare di dare risposta a tali quesiti, il primo passo è considerare come lo stesso abbia ottenuto riconoscimento normativo nelle singole fasi, da quella meramente informativa a quella eventuale del conflitto di interessi, e quali criticità esso comporti.

5.1. Obblighi di informazione. Criticità del modello informativo.

⁵⁴⁰ D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, p. 77 s., il quale considera l'interesse da tutelare in questo senso “soggettivo” e non “oggettivo” cioè come utilità, alla stregua di *utiliter coeptum*. L'interesse soggettivo, ovvero il vantaggio corrisponderebbe non al risultato utile dell'operazione, bensì come corrispondenza all'interesse del programma di cui è portavoce la singola operazione. Per tale ragione, detto interesse potrebbe corrispondere agli “obiettivi di gestione” che sono requisito essenziale del medesimo contratto di gestione al pari del livello di rischio, è per tale ragione che il contratto di gestione produce immediatamente effetti obbligatori ed è per questo che l'intermediario deve essere sin da subito conscio della volontà dell'investitore che gli consenta di raffigurarsi l'interesse di questo e lo traduca in immediate scelte di investimento.

⁵⁴¹ «*Transamerica's goal is to maximise shareholders value. In pursuing this goal we are always mindful of our responsibilities to our customers, our workforce and our communities*» (anche se solo con riferimento agli azionisti puri, I.B. LEE, *Corporate Law, profit maximization and the responsible shareholder*, in *World congress of the international Society for business, economics and ethics*, 2005, p. 1 ss.).

L'alone di neutralità che avviluppa l'informazione la rende lo strumento ideale in qualunque situazione per permettere al legislatore di regolare senza indirizzare, effettuando un intervento conformativo morbido che mette il destinatario dell'intervento in condizione di saper scegliere, senza tuttavia incentivarlo in un senso piuttosto che nell'altro. La connessione tra informazione, modalità di somministrazione della stessa e scelte dell'investitore la rende momento chiave della regolazione del mercato avendo, di conseguenza, una posizione preminente nelle relazioni contrattuali in materia di servizi finanziari e d'investimento⁵⁴².

Dell'evoluzione che il concetto di informazione ha subito, da "fredda" a "calda", da unidirezionale a bidirezionale, passando dal "dovere di far conoscere" al "dovere di far comprendere"⁵⁴³, e dell'endiadi con il principio di trasparenza, si è già detto.

Occorre adesso considerare come e con quale *ratio* la *policy di disclosure* ha inciso nei rapporti di investimento, là dove quest'ultimo sia connotato dalla sostenibilità.

In tutte le fasi del rapporto con l'investitore, la MIFID II impone al soggetto abilitato alla prestazione del servizio di investimento doveri di informazione, generali, ossia validi per qualsivoglia servizio di investimento, e specifici, legati all'eventuale servizio di consulenza, nonché alla gestione di portafogli o alle possibili situazioni di conflitto di interessi in cui verserebbe l'intermediario stesso.

Viene prevista, dunque, una disciplina di *disclosure*, ampia ed elastica, che orienta unidirezionalmente il flusso informativo prima nei confronti del pubblico, con riferimento alle comunicazioni pubblicitarie, e poi nei confronti del singolo cliente in fase precontrattuale, di conclusione, di esecuzione del contratto (singole operazioni, raccomandazioni, ordini di investimento e disinvestimento) con l'onorevole (e, allo stesso tempo, utopistico) fine di generare "consapevolezza" nell'investitore in merito alla allocazione finanziaria delle proprie risorse e all'assunzione consapevole dei rischi.

In aderenza alla direttiva, si muovono il già richiamato disposto dell'art. 21 t.u.f., a livello normativo primario cardine dell'obbligo di informazione sugli strumenti finanziari («acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati»), l'art. 36 Parte

⁵⁴² A. JANNARELLI, *La disciplina dell'atto e dell'attività: i contratti tra imprese e tra imprese e consumatori*, in N. LIPARI (a cura di), *Diritto privato europeo*, Padova, 1996, II, p. 489 ss.

⁵⁴³ A. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, *Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria*, cit., p. 6, parla di última «perversión del sistema» in quanto *no solo hay que informar exhaustivamente a los sujetos beneficiarios de las obligaciones de información, sino que hay que asegurarse de que la entiendan*. L'art. 79 bis, apartado 3, LMV, esige che l'informazione permette all'investitore di «tomar decisiones con conocimiento de causa». Questo per l'a. finisce per *desnaturalizar el modelo de transparencia informativa: una cosa es imponer obligaciones de información y que estas sean ciertamente exhaustivas y otra muy distinta es imponer al obligado a informar que el destinatario «entienda» la información para adoptar decisiones fundada*. Giurisprudenza spagnola sostiene che *la obligación de la entidad bancaria, no es ya que el inversor «pueda entender» sino que debe asegurarse de que el potencial cliente «entiende» en toda su extensión el producto que está contratando* (SAP Madrid (Sección 14.ª) 2 de junio de 2014 (caso Bankia/Caja Madrid Preferred). L'a. sostiene che *no parece que «educar» al inversor deba ser una obligación de los intermediarios financieros*.

II, Titolo II, Capo I, del Reg. Consob in materia di intermediari (così come modificato dalla delibera n. 22430 del 28 luglio 2022)⁵⁴⁴ e gli artt. 209-211, Titolo VII, Sec. IV, *de la Ley de Mercado de Valores*⁵⁴⁵.

Le informazioni, a loro volta, vengono scisse tra informazioni relative alla condizione del soggetto intermediario ed al servizio prestato (*entity level*), il cui costo deve essere rappresentato in valori assoluti e percentuali, ed informazioni sul prodotto (*product level*), quali requisiti, caratteristiche, rischi e costi associati etc.; le prime sono da fornire *una tantum*, in fase precontrattuale o al momento della conclusione del contratto (cd. contratto-quadro), le seconde devono essere disponibili sin dall'inizio del rapporto ed essere aggiornate per tutta la sua durata, coprendo l'intero arco del rapporto con l'intermediario. La graduazione della profondità e completezza degli obblighi informativi è, ovviamente, inversamente proporzionale al livello di preparazione specifica, ossia alla classe di appartenenza del cliente: più pervasivi gli obblighi nei confronti dei clienti *retail* (operatori non qualificati), più blandi quelli destinati a controparti qualificate o professionali⁵⁴⁶.

A schema invariato, le nuove normative sulla finanza sostenibile confermano la centralità della *disclosure* come tecnica primaria di armonizzazione degli iter di vendita dei nuovi prodotti volta a

⁵⁴⁴ Art. 36: «1. Tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, indirizzate dagli intermediari a clienti o potenziali clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti. Le comunicazioni pubblicitarie e promozionali sono chiaramente identificabili come tali. 2. Gli intermediari forniscono in tempo utile ai clienti o potenziali clienti, in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che sono loro proposti, nonché i rischi a essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa. Tali informazioni si riferiscono: a) all'intermediario e ai relativi servizi; b) agli strumenti finanziari e alle strategie di investimento proposte, inclusi opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento, nonché l'indicazione se gli strumenti finanziari sono destinati a clienti al dettaglio o professionali, tenuto conto del mercato di riferimento di cui all'articolo 21, comma 2-bis, del Testo Unico; c) alle sedi di esecuzione; d) ai costi e oneri connessi, comprese le informazioni relative sia ai servizi di investimento che ai servizi accessori, al costo dell'eventuale consulenza e dello strumento finanziario raccomandato o offerto in vendita al cliente e alle modalità di pagamento da parte del cliente, ivi inclusi eventuali pagamenti di terzi. Le informazioni sui costi e oneri, compresi quelli connessi al servizio di investimento e allo strumento finanziario, non causati dal verificarsi di un rischio di mercato sottostante, sono presentate in forma aggregata per permettere al cliente di conoscere il costo totale e il suo effetto complessivo sul rendimento e, se il cliente lo richiede, in forma analitica. Laddove applicabile, tali informazioni sono fornite al cliente con periodicità regolare, e comunque almeno annuale, per tutto il periodo dell'investimento [...]».

⁵⁴⁵ Art. 209, *Deber general de información*; Art. 210, *Orientaciones y advertencias sobre los riesgos asociados a los instrumentos financieros y las estrategias de inversión*; Art. 211, *Deber de información sobre el servicio prestado*. In più, al pari del regolamento Consob, la Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros. BOE de 5 de noviembre (in boe.es/boe/dias/2015/11/05/pdfs/BOE-A-2015-11932.pdf). Esta orden ministerial se estructura en tres capítulos y un anexo. Su redacción ha estado presidida por tres principios configuradores. En primer lugar, el principio de transversalidad, conforme al cual el sistema normalizado de información y clasificación se deberá elaborar para todos los productos financieros, ya sean bancarios, como propios del mercado de valores o del mercado de seguros y planes de pensiones. En segundo lugar, simplicidad, para que la información ofrecida ayude a los clientes o potenciales clientes a comparar diferentes productos y comprender sus características. Y finalmente, homogeneidad, para que, a fin de evitar divergencias y mejorar la protección de los clientes financieros, la información mínima requerida sea elaborada y representada gráficamente en un único formato normalizado (per un riassunto si veda J. ALMARCHA JAIME, *Las obligaciones de información y clasificación de los productos financieros: el «semáforo del riesgo»*, novembre 2015).

⁵⁴⁶ Trib. Catania, 8 Febbraio 2007, in *ilcaso.it*.

tutelare l'investitore dalla discrezionalità dell'intermediario dovuta alla sua posizione di forza, l'intermediario dalla responsabilità per violazione degli obblighi informativi ed il mercato dalla sfiducia dei primi, con il fine ulteriore di orientare il risparmio verso progetti di economia reale.

Nonostante i tentativi di semplificazione che hanno attraversato la politica dell'informazione in termini di mole di informazioni, linguaggio utilizzato e lunghezza dei prospetti informativi⁵⁴⁷, la ricostruzione degli obblighi informativi introdotti "in aggiunta" alla disciplina già predisposta (e, tuttavia, *in fieri*, come dimostra la proposta di riforma delle norme a tutela dell'investitore al dettaglio, del 24 maggio 2023) non è di poco momento.

Al regolamento (UE) 2088/2019, "*Disclosure*", finalizzato ad armonizzare l'informativa sulle questioni di sostenibilità ed «a ridurre l'asimmetria delle informazioni nelle relazioni principale-agente riguardo all'integrazione dei rischi di sostenibilità, alla considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità, la promozione delle caratteristiche ambientali o sociali, e degli investimenti sostenibili [...]» (Considerando n. 10), si affianca il regolamento delegato (UE) 1288/2022 contenente le regole di dettaglio in merito al contenuto e alla presentazione delle informazioni relative al principio «non arrecare un danno significativo», agli indicatori di sostenibilità e agli effetti negativi per la sostenibilità, nonché alla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli obiettivi di investimento sostenibile nei documenti precontrattuali, sui siti web e nelle relazioni periodiche. Ad integrazione, il regolamento tassonomia (UE) 852/2020 prescrive gli obblighi informativi per i partecipanti ai mercati finanziari che vendono prodotti ecosostenibili o con obiettivi ambientali tali da permettere agli investitori di conoscere la quota degli investimenti sottostanti il prodotto finanziario in attività economiche ecosostenibili. Di recente, inoltre, il regolamento "*Green Bond*" (UE) 2631/2023 considera l'informativa volontaria che

⁵⁴⁷ Non ultimo il *Final Report on draft Regulatory Technical Standards on the review of PAI and financial product disclosures in the SFDR Delegated Regulation* del 4 dicembre 2023, che alla domanda 31 *Do you agree that the current version of the templates capture all the information needed for retail investors to understand the characteristics of the products? Do you have views on how to further simplify the language in the dashboard, or other sections of the templates, to make it more understandable to retail investors?* i partecipanti alla consultazione (operatori e associazioni di tutti i settori, comprese le organizzazioni rappresentative dei consumatori, le ONG, i gruppi di interesse delle autorità di vigilanza europee e le autorità e gli organismi del settore pubblico) hanno espresso preoccupazione per il linguaggio dei modelli, che è complicato e difficile da capire per chi non ha competenze specifiche in materia di finanza sostenibile. Inoltre, sottolineano la presenza di gergo finanziario e l'uso del "*Brussels Bubble English*". Le associazioni di categoria del settore della gestione patrimoniale, assicurativo e del private equity suggeriscono di eliminare i modelli in quanto eccessivamente lunghi e dettagliati, o di ridurne significativamente il contenuto. Il cruscotto deve essere il punto principale di divulgazione e il restante contenuto dell'allegato deve essere pubblicato sul sito web. Eliminare o consolidare le domande, ove possibile, riorganizzando la struttura dei modelli per mettere insieme le informazioni che coprono gli stessi concetti ma che in precedenza erano state separate, e creando modelli coerenti. I rappresentanti del settore della gestione patrimoniale hanno raccomandato di snellire i modelli per migliorare la leggibilità per gli investitori al dettaglio, eliminando la domanda "Qual è l'asset allocation e la quota minima di investimenti sostenibili?", sostenendo che crea malintesi, distinguendo tra i concetti tecnici di "asset allocation" e "quota minima di investimenti sostenibili" che possono essere difficili per gli investitori. Hanno inoltre chiesto di eliminare i concetti di "investimenti socialmente sostenibili" e "altri investimenti sostenibili dal punto di vista ambientale".

deve accompagnare la commercializzazione delle obbligazioni verdi. Resta in “forse” la disciplina sui *social bond* stante la difficoltà, già più volte ribadita, di dettare una tassonomia sociale univoca. Tuttavia, a completamento del regolamento SFDR, il *Final Report on draft Regulatory Technical Standards* propone nuovi indicatori sociali per la valutazione del PAI (principale impatto negativo ad esempio con “dipendenti che guadagnano meno di un salario adeguato”)⁵⁴⁸ ma, soprattutto, introduce un “cruscotto” di informazioni chiave da presentare all’inizio dei modelli di informativa che, semplificando la presentazione delle informazioni precontrattuali e periodiche sui prodotti finanziari, garantisce agli investitori informazioni comprensibili e semplici e chiare sul prodotto (Considerando n. 7)⁵⁴⁹.

Nello specifico, si parla di informazioni destinate agli investitori finali in merito a:

- Integrazione nei processi decisionali dei rischi di sostenibilità, ovvero eventi (anche ambientali, sociali o di governance) che, una volta verificatisi, genererebbero impatti negativi sul valore dell’investimento;
- Considerazione di effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori ESG;
- Soprattutto, la considerazione nelle decisioni di investimento degli obiettivi di investimento sostenibile o la promozione delle caratteristiche ambientali e sociali, discernendo tra i differenti livelli di ambizione alla sostenibilità: tra quelli, quindi, che dirottano il denaro su investimenti sostenibili a quelli che si limitano a promuovere le caratteristiche ambientali, sociali o di buona *governance*.

Su tali basi, a livello di informazioni sull’intermediario che presta il servizio, questi deve descrivere le politiche di integrazione dei rischi di sostenibilità e di dovuta diligenza in merito agli eventuali effetti negativi sui fattori di sostenibilità nei processi decisionali, nell’attività di consulenza e a darne notizia

⁵⁴⁸ L’introduzione di nuovi indicatori sociali oltre quelli già proposti ed in valutazione, lascia perplessi molti operatori. La maggior parte degli intervistati delle singole imprese e delle associazioni di categoria ritiene che non sia necessario aggiungere altri indicatori sociali obbligatori. Le ragioni più comuni sono l’attuale carenza di dati e il fatto che l’aggiunta di nuovi indicatori metterebbe a dura prova gli investitori, che attualmente faticano a mettere in relazione le informazioni PAI a livello di entità.

⁵⁴⁹ Informazioni di cui si stabilisce anche il formato: «Per facilitare l’accessibilità, l’analisi e la comparabilità delle informazioni, e in preparazione all’implementazione del Punto Unico di Accesso Europeo (ESAP) nel Regolamento UE xx/xxxx [Regolamento ESAP], le informazioni che saranno rese disponibili su ESAP dovranno essere rese disponibili in un formato che sia allo stesso tempo leggibile dall’uomo e leggibile dalla macchina. L’XBRL in linea è un formato leggibile dalla macchina che consente di consumare automaticamente una grande quantità di informazioni e che è anche leggibile dall’uomo. È ben collaudato in diverse giurisdizioni ed è il formato in cui devono essere redatte le informazioni sulla sostenibilità ai sensi della Direttiva (UE) 2022/2464» (Considerando n. 10).

La giustificazione per l’ennesimo intervento in detta area delle informazioni sulla finanza sostenibile viene data dalle stesse ESA’s. Questo, infatti, è un settore in rapida evoluzione e per riflettere l’aumento della domanda di informazioni di alta qualità sulla sostenibilità la Commissione ha ritenuto necessario invitare le AEV a rivedere gli RTS presentati dalle AEV il 4 febbraio 2021 e il 22 ottobre 2021 e adottati dalla Commissione come regolamento delegato SFDR il 6 aprile 2022.

attraverso le proprie pagine *web*, indicando *ex ante* e per iscritto⁵⁵⁰. Su questa linea, la Proposta RTS, agli artt. 24 e 37, individua le sezioni e l'ordine di divisione delle informazioni da divulgare⁵⁵¹. Tra queste, la sezione «Politiche di impegno» [art. 29, lett. k) reg. 2088/2019 e artt. 35 e 38, reg. delegato] assume un rilievo peculiare in quanto i partecipanti al mercato finanziari vengono chiamati a descrivere le modalità di attuazione dell'impegno preso, includendo le procedure di gestione applicabili a controversie che potrebbero sorgere sulla sostenibilità, anche se solo con riferimento al contesto dell'impresa che riceve gli investimenti. Dai *feedback* della Proposta RTS emerge, infatti, scetticismo rispetto alla semplice comunicazione delle soglie quantitative relative ai possibili impatti negativi. Ci si chiede a cosa servano tali soglie; cosa accade se queste venissero superate o non rispettate; quale azione si potrebbe intraprendere in caso di superamento: esclusione, impegno mirato o un segnale di avvertimento. Si ipotizzi che un particolare fondo d'investimento abbia fissato come soglia per l'indicatore PAI 13 (diversità di genere nel consiglio di gestione e di sorveglianza) una percentuale minima di membri femminili nel consiglio di gestione del 20%. Occorrerebbe chiedersi quali azioni potrebbero venire intraprese nei confronti delle società partecipate che non raggiungono questa soglia.

La considerazione degli effetti negativi sui fattori di sostenibilità, la cui obbligatorietà è stata estesa con la nuova direttiva sulla *Due Diligence* agli intermediari finanziari (aventi sempre determinati requisiti) si fonda sia sul principio di proporzionalità (secondo la natura, la dimensione e la complessità dell'attività da questo svolta, nonché della tipologia di servizi offerta), che sul singolo prodotto finanziario. In più viene richiesto di rilasciare informazioni sulle politiche di remunerazione collegate ai rischi di sostenibilità, foriere di eventuali conflitti di interessi e di inserire nella informativa precontrattuale le modalità con cui i rischi di sostenibilità sono considerati nelle decisioni e/o consigli di investimento e nei risultati delle valutazioni dei probabili impatti di questi sui prodotti raccomandati e venduti.

Quanto invece alla informativa sul prodotto la stessa dipende necessariamente dalla fattispecie in cui rientra, precisando che verterà sul tipo di risultato che il prodotto si impegna a raggiungere e sul livello di ambizione degli obiettivi. Se la vendita riguarda prodotti che promuovono caratteristiche ambientali

⁵⁵⁰ Per l'integrazione dei fattori ESG nel sistema bancario e la conseguente gestione dei rischi e dei costi connessi si veda V. BEVIVINO *Il bank government dopo l'integrazione dei fattori ESG nella regolazione prudenziale europea*, cit.

⁵⁵¹ Ad esempio, l'art. 37, per i prodotti che hanno come obiettivo investimenti sostenibili, richiede una «Sintesi»: «(b) Nessun danno significativo all'obiettivo di investimento sostenibile; (c) Obiettivo di investimento sostenibile del prodotto finanziario; (d) Strategia di investimento; (e) Percentuale di investimenti; (ea) Se il prodotto finanziario ha un obiettivo di riduzione delle emissioni di gas serra ai sensi dell'articolo 14 bis, paragrafo 1, obiettivo di riduzione delle emissioni di gas serra; (f) Monitoraggio dell'obiettivo di investimento sostenibile; (g) Metodologie per gli investimenti sostenibili; (h) Fonti ed elaborazione dei dati; (i) Limitazioni alle metodologie e ai dati; (j) Due diligence; (k) Politiche di coinvolgimento; (l) Raggiungimento dell'obiettivo di investimento sostenibile».

e sociali⁵⁵² tanto l’informativa precontrattuale quanto quella periodica devono contenere informazioni su come tali caratteristiche sono rispettate; qualora sia stato designato un indice come “indice di riferimento”, informazioni che dimostrino se e in che modo tale indice è coerente con tali caratteristiche.

Se, invece, si parla di prodotti “ad impatto”, ovvero che hanno ad oggetto investimenti sostenibili, occorre la descrizione di come un certo prodotto persegua tali obiettivi in relazione o ad un indice (un *benchmark*) di riferimento o direttamente ai risultati raggiunti. Inoltre, in ipotesi di prodotti che investono in attività ecosostenibili, occorre fornire le informazioni su quali attività contribuisce a sostenere, ex art. 9 reg. Tassonomia, e la descrizione delle modalità e della misura in cui gli investimenti sottostanti si adeguano alla tassonomia ambientale, ex art. 3 dello stesso reg.; alle medesime informazioni, in caso di prodotti con mera promozione di attività ambientali, occorre aggiungere la esenzione di responsabilità a mente della quale la tassonomia, e di conseguenza, il principio *do not significant harm*, verrà applicata solo ad alcuni investimenti sottostanti che tengono conto dei criteri UE per le attività ecosostenibili; gli altri conterranno un *disclaimer* che esclude la tassonomia.

In entrambi i casi «i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero comunicare una serie minima di indicatori qualitativi e quantitativi standardizzati e comparabili che dimostrino in che misura ciascun prodotto finanziario rispetti le caratteristiche ambientali o sociali che promuove, o raggiunga l’obiettivo di investimento sostenibile che si propone. Tali indicatori dovrebbero essere pertinenti per la concezione e la strategia di investimento del prodotto finanziario, secondo la descrizione fornita nelle informazioni precontrattuali del prodotto finanziario. In particolare, per assicurare la coerenza tra le informative precontrattuali e le informative periodiche, i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero riferire, nelle loro informative periodiche, in merito agli specifici indicatori di sostenibilità menzionati nelle informazioni precontrattuali e utilizzati per misurare in che modo le caratteristiche ambientali o sociali siano rispettate o l’obiettivo di investimento sostenibile sia raggiunto» (Considerando n. 25 reg. (UE) 1288/2022). Le informazioni periodiche, dunque, dovrebbero contenere i progressi compiuti fino a quel momento e a spiegare come la strategia di investimento abbia contribuito a tali progressi. I rapporti periodici dovrebbero anche identificare i potenziali ritardi nel raggiungimento degli obiettivi e i potenziali aggiustamenti necessari.

In linea con le finalità ulteriori perseguite da questi tipi di investimenti, la normativa europea si ingegna per fornire risposte dettagliate e “numeriche” anche delle ricadute sociali ed ambientali promesse al momento dell’acquisto, introducendo altresì una formula matematica che consente

⁵⁵² Tali prodotti possono promuovere le caratteristiche suddette in differenti modi, tra cui un documento precontrattuale o periodico, il nome del prodotto o qualsiasi comunicazione di marketing sulla propria strategia di investimento, le norme del prodotto finanziario, le etichette cui aderiscono o le condizioni applicabili per l’iscrizione automatica (Considerando n. 13, reg. 2022/1288).

all'investitore di calcolare la percentuale di investimenti sostenibili in cui il prodotto investe⁵⁵³, nonché elaborando ulteriori formule matematiche che dovrebbero consentire di quantificare eventuali impatti negativi non solo su fattori ambientali (come l'impronta di carbonio, l'emissione di gas serra etc.), ma altresì su fattori sociali, come la violazione dei diritti umani, dei lavoratori o di persone con disabilità (Allegato I, Modello di dichiarazione degli impatti negativi principali sulla sostenibilità, Proposta RTS). Nelle informazioni periodiche, inoltre, viene richiesto di quantificare la misura di raggiungimento degli obiettivi di investimento sostenibile, gli indicatori scelti per effettuare tale misurazione, la coerenza di questi con le azioni intraprese per raggiungere tale obiettivo e le modalità di misurazione di tale coerenza (artt. 59 e 62 bis Proposta RTS)⁵⁵⁴.

Si tratta, quindi, di dare riscontro di soglie quantitative, percentuali di conseguimento degli obiettivi sottesi nel rispetto di tassonomie *in fieri*, la prima, quella ambientale, già foriera di prime contese giudiziarie, la seconda, quella sociale, di discutibile attuazione, tenendo sempre a mente che il settore della finanza sostenibile e di impatto non è produttore bensì utilizzatore dei dati primari che vengono forniti dalle imprese che si giovano di tali forme di investimento⁵⁵⁵. Le stesse, a loro volta, conservano un'ampia discrezionalità, soprattutto nel sociale, nella scelta delle metodologie di misurazione

⁵⁵³ Art. 17, Proposta RTS, «La percentuale di investimenti sostenibili di un prodotto finanziario è calcolata in base alla seguente formula: *market value of all sustainable investments of the financial product* fratto *market value of all investments of the financial product* dove per “investimenti sostenibili del prodotto finanziario” si intende: «(a) se il prodotto finanziario misura la percentuale di investimenti sostenibili considerando la percentuale di attività economiche che contribuiscono a un obiettivo ambientale o sociale ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 17, del regolamento (UE) 2019/2088 in cui il prodotto finanziario investe, la somma dei valori di mercato degli investimenti in tali attività economiche; oppure (b) se il prodotto finanziario misura la percentuale di investimenti sostenibili a livello di investimento, la somma dei valori di mercato degli investimenti che si qualificano come sostenibili ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 17, del regolamento (UE) 2019/2088».

⁵⁵⁴ Allo stesso modo l'art. 53 del regolamento delegato prescrive le informazioni relative all'allocazione degli attivi negli investimenti che promuovono caratteristiche ambientali e sociali: «Nella sezione “Qual è l'allocazione degli attivi?”, contenuta nel modello di cui all'allegato IV del presente regolamento, i partecipanti ai mercati finanziari forniscono una descrizione degli investimenti del prodotto finanziario, che comprenda tutti gli elementi seguenti: a) le quote degli investimenti del prodotto finanziario che hanno rispettato le caratteristiche ambientali o sociali promosse durante il periodo interessato dalla relazione periodica; b) lo scopo degli investimenti rimanenti durante il periodo interessato dalla relazione periodica, compresa una descrizione di eventuali garanzie minime di salvaguardia ambientale o sociale, e se tali investimenti siano usati come strumenti di copertura, riguardino contante detenuto come liquidità accessoria oppure siano investimenti per i quali i dati sono insufficienti».

⁵⁵⁵ «La bozza di legge delegata sull'ESRS solleva il timore di un disaccoppiamento tra gli obblighi di informativa previsti dall'SFDR e gli obblighi di informativa per le società partecipate. Per le società partecipate, ciò solleva la preoccupazione di dover sostenere costi aggiuntivi per la rendicontazione parallela. La rendicontazione parallela potrebbe derivare da: a) Gli indicatori sono definiti in modo diverso nell'ambito della CSRD e della SFDR, sebbene si riferiscano a un KPI simile; b) L'aggiunta di nuovi indicatori avviene mentre l'ESRS non è ancora completamente implementato o stabilizzato; c) Indicatori che fanno parte del PAI SFDR ma non dell'ESRS; d) Richieste da parte delle istituzioni finanziarie alle società partecipate di fornire dati per l'SFRD, sebbene siano considerate non rilevanti dal punto di vista del progetto di atto delegato sull'ESRS. Per gli operatori dei mercati finanziari, una delle principali preoccupazioni è il costo dei dati attraverso i fornitori di dati. In particolare, si teme la necessità di ottenere stime per fornire dati aggregati. Oltre al costo di queste stime, c'è il timore che le stime siano solo un'approssimazione. Tuttavia, la necessità di stime è stata resa più convincente dalla bozza dell'Atto delegato sull'ESRS, in quanto i dati richiesti per gli indicatori PAI nell'ambito dell'SFDR sono stati sottoposti al principio di rilevanza nell'ambito dell'ESRS» (Proposta RTS).

dell'impatto, generando la necessità di revisori esterni che controllino la veridicità delle dichiarazioni rese dagli emittenti, l'effettivo adempimento degli obblighi da essi assunti ed il rispetto della tassonomia (anche se ancora *in nuce*)⁵⁵⁶.

5.1.2. La nuova funzione assunta dall'informazione.

Si ha, dunque, l'impressione che, nonostante gli sforzi compiuti dal legislatore europeo per confermare la centralità dell'informazione seguendo i dettami del mondo finanziario tradizionale, nel nuovo contesto questa assuma un ruolo ed una portata differente. Si continuano ad aggregare e riflettere le informazioni rilevanti, tuttavia, vi è una dispersione statistica delle preferenze di sostenibilità dei singoli investitori maggiore rispetto al "vecchio mondo", in cui le suddette preferenze degli investitori sono definite lungo una singola variabile, ossia i rendimenti attesi corretti per il rischio.

⁵⁵⁶ M. GARGANTINI, M. SIRI, *Informazione derivata e sostenibilità: la regolazione dei rating e dei benchmark ESG nell'Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 637 ss., riflettono sul tema sostenendo che «L'impressione generale che si ricava osservando la disciplina della finanza sostenibile è che si stia sviluppando un nuovo settore del diritto europeo che rispecchia, sotto molti aspetti, il "vecchio" mondo del diritto dei mercati finanziari. In particolare, il quadro normativo che deriva dalle novità sopra ricordate sembra destinato a sfociare rapidamente nella creazione di un sistema dalla complessità comparabile, se non superiore, a quella del suo corrispettivo più collaudato». Si incentrano inoltre sulla figura dei cd. intermediari informativi o reputazionali, ossia le agenzie di *rating* di sostenibilità e gli amministratori di indici di riferimento, evidenziando i fallimenti del mercato che incidono sulla loro attività. Le prime, le ARS non valutano il merito creditizio dei debitori o degli strumenti di debito. Si occupano indifferentemente di strumenti di *equity* e di debito e quando valutano i secondi non misurano il rischio di credito, ossia la capacità degli emittenti di rimborsare i prestiti ricevuti bensì svolgono un'attività più articolata, a causa della maggiore complessità delle analisi multivariate che le caratterizzano. Notevoli incertezze riguardano l'affidabilità dei dati di partenza, a causa della mancanza di meccanismi di garanzia della qualità paragonabili a quelli utilizzati per i *rating* di credito. Anche volendo trascurare tali preoccupazioni e volendosi affidare al giudizio dei revisori esterni attivi in tale settore, la solidità dei *rating* ESG sulla base dei loro elementi strutturali, quali l'uso di informazioni retrospettive anziché prospettiche, l'impiego di inevitabili semplificazioni e le incertezze relative ai rapporti di causalità tra le variabili prese in considerazione creano dubbi. Soprattutto la valutazione del cd. "*rating* di impatto" è altamente soggettiva a causa della natura degli elementi coinvolti. La poca affidabilità spinge gli autori a interrogarsi sulla meritevolezza di un sistema che renda cogente o, comunque, incentiva l'inclusione della sostenibilità tra i criteri che determinano la quantificazione dei requisiti patrimoniali. In un contesto in cui metodologie diverse possono portare a risultati anche molto divergenti tra loro, l'eccessivo affidamento sui *rating* ESG è, infatti, ancora più deleterio che nel settore tradizionale dei *rating* di credito. Ne consegue che i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero, per buona prassi, mantenere un approccio attivo nel valutare i profili di sostenibilità degli investimenti che intendano compiere (o raccomandare), evitando di esternalizzare di fatto le relative valutazioni alle ARS. La maggior parte dei fallimenti del mercato che affliggono i *rating* ESG influenzano anche i *benchmark* (o indici di riferimento) di sostenibilità. Entrambi i servizi si basano sulla valutazione di plurime attività economiche - accomunate da vari fattori, quali l'essere svolte dal medesimo emittente o il comporre un paniere di un prodotto finanziario - e sulla relativa combinazione di tali giudizi secondo metodologie prestabilite. Tanto per i *rating* quanto per i *benchmark*, gli indicatori sintetici che il processo restituisce sono volti a ridurre le asimmetrie informative sussistenti tra emittenti e investitori circa la sostenibilità delle attività svolte dai primi. Gli amministratori dei *benchmark* fanno frequentemente affidamento sui *rating* ESG per definire i propri indici di riferimento, cosicché le debolezze manifestate dai primi, a monte, tendono facilmente a trasmettersi ai secondi, a valle, con la unica differenza che i *benchmark* ESG sono da tempo oggetto di disposizioni *ad hoc* nelle quali rivestono grande rilievo i meccanismi di controllo della qualità dei dati e della capacità dei contributori di reperire questi ultimi presso fonti affidabili, meccanismi che includono le procedure interne di valutazione e convalida delle informazioni.

In conformità all'impostazione della *securities regulation* statunitense, il diritto europeo dei mercati finanziari ha tradizionalmente collegato la tutela dell'investitore al problema delle asimmetrie informative che qualificano da sempre i rapporti tra emittente e investitori, tra investitori e intermediari e tra diversi investitori operanti sui mercati. Si è già detto che la disparità nella distribuzione delle informazioni, che può pregiudicare l'efficienza economica dell'investimento, quando non addirittura consentire frodi, è innata al rapporto finanziario proprio per l'alto tecnicismo e la complessità che lo caratterizza. La pericolosità del prodotto venduto e, allo stesso tempo, la sua imprescindibilità in una società che non persegue il risparmio bensì la sua messa a frutto, e che molto spesso obbliga al debito⁵⁵⁷, hanno spinto il legislatore ad affidare all'intermediario obblighi di informazione, dal contenuto e dalla intensità graduabili in base a prodotto, servizio e tipo di cliente, molto più pervasivi di quelli previsti dal codice civile⁵⁵⁸. In questa prospettiva, la tutela dell'investitore tende a risolversi in regole di trasparenza il cui paradigma viene esplicitamente considerato «il più importante strumento di tutela» dello stesso⁵⁵⁹; l'imposizione di un obbligo di *disclosure* in capo al soggetto più informato, infatti, dovrebbe livellare il terreno di gioco, così rimuovendo in radice il presupposto per comportamenti opportunistici e assicurando la possibilità di operare scelte di investimento razionali. La costruzione, quindi, presuppone il modello neoclassico di agente economico razionale orientato alla massimizzazione dell'utilità individuale e presenta numerosi vantaggi dal punto di vista politico: non incide in misura rilevante sulla spesa pubblica ed esonera il regolatore dal difficile compito di operare un compromesso tra differenti preferenze⁵⁶⁰. «*In theory, disclosure is an ideal regulatory solution because it preserves consumer choice, doesn't interfere with market mechanisms, and is cheaper to implement than more invasive alternatives such as mandatory terms or minimum standards*»⁵⁶¹. A livello civilistico, inoltre,

⁵⁵⁷ Come sostiene A. JANNARELLI, *Il contraente-risparmiatore*, cit., p. 42 s., l'economia moderna è creditizia, fondata sulla ricchezza mobiliare, costruita sul denaro e sulla sua idoneità a promuovere processi produttivi, facendo leva proprio sulla circolazione dei debiti. La convinzione diffusa è che «il capitalismo moderno si fonda sui debiti [...] il processo di accumulazione non è neppure concepibile senza debiti» (S. LABINI, *Le prospettive dell'economia mondiale*, in 62 *Mon. cred.*, 2009, p. 67; M. ALLAIS, *La crisi mondiale dei giorni nostri*, in *etienne.chouard.free.fr*, 1998: «L'intera economia mondiale si basa attualmente su gigantesche piramidi di debiti che si appoggiano le une sulle altre in un equilibrio instabile»).

⁵⁵⁸ A. TUCCI, *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, p. 359, sottolinea come gli obblighi informativi del mercato finanziario non corrispondono alla filosofia del codice civile che lascia a ciascuna delle parti del contratto la valutazione della conformità dell'operazione economica al proprio interesse e autoreponsabilità. La risposta la dà M. CIAN, *Gli obblighi informativi degli intermediari*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2009, p. 1197, il quale sostiene che il rapporto di intermediazione finanziaria non sia differente da altre relazioni giuridiche con disequilibri di conoscenze tra le parti. Tuttavia, «l'istanza di tutela della parte debole, in questo contesto, si colloca su piani che trascendono quello meramente negoziale, giacché la corretta allocazione del risparmio individuale, dall'un lato, e l'efficienza dei mercati e del tessuto economico e finanziario nel loro complesso, dall'altro, costituiscono elementi strettamente interdipendenti tra loro».

⁵⁵⁹ *Ex multis*, C. RABITTI BEDOGNI, Sub. Art. 21, in EAD (a cura di), *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, p. 177, sostiene che sia il complesso degli obblighi informativi gravanti sull'intermediario a fondare la protezione degli investitori.

⁵⁶⁰ A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, p. 2.

⁵⁶¹ F. MAROTTA WUGLER, *Even More Than You Wanted to Know About the Failures of Disclosure*, in *Law & economics research paper series*, working paper no. 14-38, p. 1.

la stessa si inserisce in un modello negoziale asimmetrico, di scambio, efficientista, orientato al perseguimento di un interesse egoistico-patrimoniale secondo la cd. “funzione retributiva”⁵⁶². «I termini dello scambio sono misurabili secondo la logica marginalista fondante la stessa idea di contratto all’alba del diritto moderno e secondo la medesima logica è apprezzabile il rapporto tra capitale investito e capitale atteso quale risultato dell’investimento»⁵⁶³. A livello di sistema, invece, l’obiettivo perseguito è il massimo della concorrenzialità e della efficienza compatibile con il grado di stabilità di mercato, necessario al mantenimento della esistenza stessa delle attività finanziarie⁵⁶⁴. L’informazione efficiente è certamente funzionale all’efficienza del mercato. Un mercato trasparente è un mercato sano, soprattutto in realtà dove la qualità delle informazioni è «fattore costitutivo in via diretta o indiretta degli stessi valori oggetto di negoziazione»⁵⁶⁵. Il consenso contrattuale, dunque, diviene consenso informato.

I limiti di un simile impianto concettuale sono emersi, tuttavia, con chiarezza a seguito degli scandali di inizio secolo (basti pensare ai mutui *sub prime* come esempio principe) e della crisi finanziaria globale⁵⁶⁶. In contrasto con la «tradizione di autonomia dell’investitore, *caveat emptor*»⁵⁶⁷ e di

⁵⁶² R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso ed il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 2014, p. 1107, la funzione retributiva rappresenta il fondamento marginalistico della teoria del consenso quale ragione della vincolatività.

⁵⁶³ R. DI RAIMO, *op.ult.cit.*, p. 1110, e A. GENTILI, *Codice del consumo ed esprit de geometrie*, in *Contratti*, 2006, p. 159 ss.

⁵⁶⁴ R. COSTI, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1993, p. 721.

⁵⁶⁵ R. DI RAIMO, *op.ult.cit.*, p. 1116. A. JANNARELLI, *La disciplina dell’atto e dell’attività: i contratti tra imprese e tra imprese e consumatori*, in N. LIPARI (a cura di), *Trattato di diritto privato europeo*, 2003, Padova, p. 33, secondo il quale il circuito informativo assume una rilevanza costitutiva del mercato stesso.

⁵⁶⁶ Come ha ammesso la stessa MIFID II «la crisi finanziaria ha messo in evidenza i limiti della capacità dei clienti non al dettaglio di valutare il rischio dei loro investimenti» (Considerando n. 104).

«La filosofía de la disclosure, sobre la que se construye y apoya el entramado de normas que configura el Derecho del mercado de valores desde los años 30, presupone que a partir de una información suficiente los inversores pueden tomar decisiones racionales. El modelo basado en la transparencia prevaleció a partir de un impulso político liberal y poco intrusivo, en el que se consideraba que los operadores pueden tomar sus propias decisiones con información y en el que, al tenerla, deberían hacerse responsables de las mismas. Señala el citado autor, cuando escribe dos años después del inicio de la crisis económica, que la mera información quizá no cumpla eficientemente el papel que se le asignó en relación con la toma de las decisiones de los inversores. Por esta razón iría encontrando cada vez mayor aceptación la idea de que la mera producción imperativa de información o, incluso, la consideración de los nuevos productos desde la perspectiva de la regularidad de la distribución en el mercado no resulta suficiente» (A. RECALDE CASTELLS, *Acotación del Derecho de los mercados de “valores” e “instrumentos financieros” en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)*, in *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2010, p. 35 ss.; M. J. BLANCO SÁNCHEZ, *Análisis del deber precontractual de información en la contratación de servicios financieros a la luz de MiFID II: un impulso para la transformación digital del sistema financiero*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2019).

⁵⁶⁷ El «*caveat emptor* (¡ojo comprador!) es un principio fundamental del Derecho de la compraventa, pero no lo es de los contratos por los que un particular adquiere un producto financiero. Las relaciones entre un banco y su cliente se fundan en el mandato y el principio fundamental del mandato es que el mandatario ha de velar por los intereses de su principal» (J. ALFARO ÁGUILARE, *¡No te fíes ni de tu banco!*, in *Derecho mercantil*, marzo de 2010, in derechomercantiles.pana.blogspot.com.es/2010/03/no-te-fies-ni-de-tu-banco.html). Così anche F. ZUNZUNEGUI, *Remedios contractuales a la mala conducta bancaria*, in *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, 2021, p. 26, che sostiene che si è passati dal *caveat emptor* al *caveat vendor*. In *SAP Madrid*, sección 11ª, 388/2019, de 20 de noviembre, ponente Jesús Alemany Eguidazu viene detto: «La vieja máxima por la que cuídese el comprador (*caveat emptor*), sitúa al comprador ante su propio deber de actuar cuidadosamente en la

valutazione individuale del rischio nella disciplina dei mercati finanziari»⁵⁶⁸, le *débâcles* dell'ultimo ventennio hanno infatti esemplificato in modo evidente la rilevanza sistemica dei limiti cognitivi dei partecipanti al mercato e la possibilità che le molteplici dinamiche della libertà morale conducano a scelte individuali non coerenti con il modello dell'agente economico razionale. Come ha provato la *behavioral economics*, e comprovato la crisi, i clienti non possono comprendere per via dei *bias* cognitivi, né tantomeno vogliono comprendere ciò che è alla loro portata⁵⁶⁹. L'informazione fredda, neutra, non induce alla consapevolezza, non elimina le asimmetrie informative⁵⁷⁰ e, pertanto, non può essere la soluzione ai fallimenti di un mercato, i cui beni, implicando una valutazione di utilità future, indirettamente attese, necessitano di un agente economico sofisticato che aiuti a processare le informazioni.

Né è mancata, nel contempo, la consapevolezza che nel mercato dei capitali alle asimmetrie informative si accompagna un altrettanto rilevante disparità nella distribuzione del potere contrattuale: di qui l'insufficienza di una disciplina di mera trasparenza, che può persino legittimare pratiche perniciose a detrimento di chi pur sarebbe diretta a proteggere, sfruttando ad esempio la confusione data dalla *information overload*, ossia dal sovraccarico informativo o dalla evidente impossibilità per un "comune mortale" di decifrare condizioni, rischi, costi e benefici di strumenti finanziari alla portata di pochi.

compraventa y pechar con los riesgos de la misma. Quien no abra los ojos, que abra su bolsa. Sin embargo, en situaciones de desequilibrio estructural de conocimiento (asimetría informativa), como la existente en los mercados de valores, desde la Securities Act se transita hacia un régimen de caveat vendor, que impone o incentiva la carga de informar al vendedor». L. ENRIQUES e M. GARGANTINI, The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in the Client's Best Interest: The Italian Case, in Italian LJ, 2017, p. 507: «there can be no caveat emptor between banks and their clients». Contra, A. RUIZ OJEDA, Caveat vendor, o el volteo regulatorio de la asignación de riesgos en las transacciones financieras por la normativa MiFID, in InDret, 2017, p. 22, che sostiene, al contrario, «la normativa MiFID pretende convertir -y, de hecho, lo consigue- a las empresas de servicios de inversión en celosos custodios de sus clientes (...) es como si las normas de defensa de los consumidores y usuarios exigieran a los pasteleros que, además de que sus dulces cumplan ciertos requisitos de calidad, comprueben antes de venderlos que sus clientes no tienen diabetes, para lo cual, deberán examinarles y hacerles pasar los oportunos análisis».

⁵⁶⁸ N. MOLONEY, *How to Protect Investors. Lessons from the EC and the UK*, Cambridge, 2010, p. 53 ss.

⁵⁶⁹ A.C. NAZZARO, *Obblighi di informare e procedimenti contrattuali*, Napoli, 2000, p. 294.

«The core argument is that disclosure simply depends on the simultaneous success of too many factors for it to work. Effective regulation depends on the right information being disclosed, read, understood, and used in a way that allows individuals to make the right decision. This, the authors argue, just never happens. People don't read (and don't want to read), don't want to make decisions (so why bother reading), and couldn't read even if they wanted to because there are too many disclosures and they are written in language too complex for most readers to grasp. For the most part, the authors argue, not reading is rational because most of the fine print deals with low probability events and contracts may change anyway down the road» (O. BEN-SHAHAR, C.E. SCHNEIDER, *More than you wanted to know*, Princeton University Press, 2010).

La stessa ESMA, molto più di recente, «recognises that disclosure has its limits, by providing easy access to high-quality information, ESMA will empower retail investors to make well-informed investment decisions» (ESMA, *Esma strategy 2023/2028*, cit., p. 24).

⁵⁷⁰ «Existe una asimetría de comprensión que nunca podrá ser cubierta por ninguna información, ni completa, ni fundamental, ni siquiera diseñada por un premio Nobel de "Pedagogía financiera"» (E. VALPUESTA GASTAMINZA, *El cambio de paradigma en la protección del "cliente de productos financieros" [Reglamento (UE) PRIIPS y OM 2316/2015]: sujeto protegido y técnica de protección*, cit., p. 31).

Ora, preso atto del fallimento della *policy* di un'informazione asettica, senza alcun rilievo di carattere ordinamentale, che non salva dalla opacità del mercato, bensì la crea, assolvendo il professionista col solo adempimento di oneri e scansioni procedurali, ci si domanda come e se si può traslare detto modello nell'ambito della finanza sostenibile.

Di certo, se le basi strutturali sono le stesse, i connotati dell'attività informativa no, assumendo la stessa ulteriori significati.

L'informazione conserva il suo nome ma non è più neutra, né laica, rispondendo ad esigenze che superano (o hanno la pretesa di superare) il modello efficientista ed egoistico-patrimoniale.

Negli ultimi anni, infatti, è in atto una presa di coscienza del legislatore sulla circostanza che riorientare i flussi di capitali verso obiettivi sociali e ambientali non deve restare di esclusivo appannaggio dei «liberi movimenti dell'economia ma debba essere necessariamente guidata e indirizzata dalle regole del diritto»⁵⁷¹. Il compito è stato assunto così seriamente che la stessa Commissione Ue, nella *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*⁵⁷², ha espresso parere favorevole per bloccare gli investimenti in attività e *asset brown* (non sostenibili) in favore dei nuovi strumenti finanziari di incentivo alle politiche sociali ed ambientali.

Gli investitori vengono “indottrinati” dall'informazione, utilizzata come strumento di politica economica, tesa ad orientare il risparmio verso determinati tipi di investimento, cavalcando l'onda della urgenza della transizione ecologica e della solidarietà sociale⁵⁷³. L'informazione cessa di essere imparziale e viene adoperata per fini di più ampio respiro, per incentivare una condotta attiva degli investitori (privati e istituzionali) al perseguimento di obiettivi di sostenibilità. Attraverso la spinta gentile (*nudge*) dei prospetti semplificati e del flusso informativo costruito per indici e diagrammi, l'obiettivo diviene convincere (soprattutto le nuove generazioni, più attente a tali profili)⁵⁷⁴ che

⁵⁷¹ A. CARRISI, *La finanza sostenibile e la ricerca di nuovi parametri di adeguatezza*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, p. 2.

⁵⁷² Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, COM(2021) 390 final, luglio 2021.

⁵⁷³ Come sostiene A. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, *Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria*, cit., p. 9, gli investitori *invierten en valores «de moda» que ni entienden*. Anche A. CARRISI, *op.cit.*, p. 5, che sostiene che, al di là della spinta etica dietro all'odierna tendenza degli investitori a scegliere prodotti ESG-oriented⁸ si cela certamente un effetto moda, una volontà cioè di cavalcare l'effetto rialzista dei mercati rispetto a prodotti orientati verso valori di natura non finanziaria.

⁵⁷⁴ G. STRAMPELLI, *ESG, disclosure di sostenibilità e stewardship degli investitori istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 836 ss., evidenzia come tale trend di investimento è destinato a rafforzarsi anche tra gli investitori retail man mano che le scelte di investimento passeranno nelle mani delle generazioni dei c.d. millennials (ossia di quanti sono i nati tra il 1981 e il 1996) e dei GenZ (nati nei primi anni duemila), i quali - come dimostrano le iniziative da essi intraprese per sollecitare l'attenzione pubblica sugli effetti del cambiamento climatico - sono particolarmente attenti a tali problematiche. Recentemente, uno studio di Blackrock, osservando che l'incorporazione dei fattori di sostenibilità nella costruzione dei portafogli rappresenta un “tectonic shift” in grado di trasformare il settore del risparmio gestito, ha sottolineato come il trend demografico rappresenta una delle principali fattori alla base di tale epocale cambiamento (BLACKROCK, *Sustainability: The tectonic shift transforming investing*, 2020, in blackrock.com/us/individual/insights/blackrock-investmentinstitute/sustainability-in-portfolio-construction).

investendo in un certo modo fanno del bene, al proprio portafoglio e al pianeta con tutti i suoi abitanti. Le emittenti, di conseguenza, sono indotte a fornire tali informazioni per attrarre un maggior volume di investimenti⁵⁷⁵.

L'abbandono come modello di riferimento normativo della figura di *homo oeconomicus*, che ricerca solo la massimizzazione del benessere economico, e la sua sostituzione con un soggetto pluridimensionale, le cui scelte rispecchiano le sfumature dei suoi diversi interessi, cambia i connotati all'informazione che diviene ancora più complessa⁵⁷⁶. Se in passato, l'opacità della stessa era dovuta soprattutto all'*information overload*⁵⁷⁷, attualmente, il problema si concentra nelle preferenze tra loro anche molto differenziate degli investitori in materia di sostenibilità, sia in termini assoluti sia nella gerarchia e nel peso relativo dei fattori ESG che si ritenga necessario considerare in sede di investimento. Le stesse, distinte in senso qualitativo e quantitativo, in misura superiore a quanto non accada per le considerazioni relative al rapporto tra rischio e rendimento di un investimento, sono difficili da approssimare per la *policy* di *disclosure*⁵⁷⁸, e determinano come conseguenza la esasperazione degli

⁵⁷⁵ «Non c'è dubbio che le pressioni del mercato possano esercitare una influenza potentissima sulle scelte gestorie dei managers, così come sulle strategie di engagement di quella parte delle compagini societarie rappresentate dagli investitori istituzionali. Guardando alla promozione della sostenibilità, una simile catena di induzione alla virtù ha bisogno di due fondamentali elementi di innesco: una disponibilità ampia di informazione da parte degli investitori, idonea a permettere una valutazione oggettiva, accurata e costante dell'impatto di ciascuna impresa sul contesto sociale e ambientale di riferimento; una significativa inclinazione ad orientare selettivamente gli investimenti in funzione di tale valutazione. Nutrendo una certa qual fiducia sulla ricorrenza di questo secondo presupposto, le istituzioni europee vanno moltiplicando le iniziative finalizzate a promuovere la realizzazione del primo». M. CIAN, *Dottrina sociale della chiesa, sviluppo e finanza sostenibili: contributi recenti*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 73.

In tema, G. STRAMPELLI, *op.ult.cit.*, p. 58, parlando degli investitori istituzionali sostiene che l'informazione di sostenibilità costituisca non soltanto uno degli elementi informativi che possono assumere rilievo ai fini della definizione delle politiche di *engagement* e dell'individuazione delle società verso le quali indirizzare le specifiche iniziative ma, spesso, rappresenta l'obiettivo stesso di tali iniziative. La rilevanza delle informazioni relative ai profili ESG dal punto di vista delle iniziative di engagement degli investitori istituzionali trova riscontro nelle evidenze empiriche (relative al contesto statunitense) dalle quali che l'esito più frequente delle iniziative di engagement degli asset managers è il miglioramento della *disclosure* (M. GATTI, G. STRAMPELLI, M. TONELLO, *How Does Board-Shareholder Engagement Really Work? Evidence from a Survey of Corporate Officers and from Disclosure Data*, in L. ENRIQUES - G. STRAMPELLI (a cura di), *Board-Shareholder Dialogue. Best Practices, Legal Constraints and Policy Options*, Cambridge, 2024, p. 19 ss.).

⁵⁷⁶ F. MAROTTA WURGLER, *op.cit.*, p. 8: «When we abandon the unreal world in which people tirelessly sponge up disclosures and diligently make informed decisions and instead ask how people really make choices, we see that they are likelier to want opinion than data. [emphasis added] ...Many markets voluntarily provide advice in the form of ratings, rankings, scores, grades, labels, warnings, and reviews».

⁵⁷⁷ Si è già detto della questione. Qui ci si limita a rinviare *ex multis* a F. GRECO, *L'onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all'information overload(ing)*, cit.

⁵⁷⁸ M. GARGANTINI, M. SIRI, *op.cit.*, p. 668: «Le conseguenze di tale dinamica sono molteplici. In primo luogo, in sede di contenzioso, la quantificazione del danno risarcibile può risultare particolarmente difficoltosa, pur scontando la possibilità di ricorrere a valutazioni di carattere equitativo. Da un lato, infatti, non esiste alcuna garanzia circa il fatto che una violazione dei doveri informativi, ad esempio attraverso l'assegnazione negligente di un rating di sostenibilità più elevato del dovuto, si traduca in una perdita di carattere patrimoniale: un emittente che generi più esternalità negative nette (ossia, non internalizzate secondo quanto atteso) potrebbe anzi avere risultati economici migliori a parità di altre condizioni, se ed in quanto il danno reputazionale conseguente all'emersione della frode sui fattori ESG non sia idoneo a più che compensare tali profitti. In tale contesto, sembra

effetti negativi delle asimmetrie informative che comunque rimangono e peggiorano, dipendendo molti dati informativi da un'inevitabile discrezionalità del produttore e distributore degli stessi.

Inoltre, non è ancora ben chiaro come gli investitori utilizzino le informazioni non finanziarie nelle scelte di investimento, se ne facciano un uso consapevole o meno⁵⁷⁹.

Pertanto, la incertezza permanente della reale capacità degli investitori di beneficiare effettivamente dei flussi informativi pubblicitari e precontrattuali a loro rivolti, tali da incentivarli alla concreta modifica delle loro scelte di investimento, ha indotto alcuni a chiedersi se «*do we have time to depend on disclosure*»⁵⁸⁰.

La risposta è che non si può fare a meno della informazione ma, allo stesso tempo, non si può dipendere solo da essa. La base del mercato è la fiducia nel rapporto intermediario-cliente. Se l'informazione orienta, l'intermediario spiega. Elabora criticamente le informazioni in ragione dello specifico interesse ascrivibile al cliente⁵⁸¹ e lo induce al rilascio di un "consenso assistito". Per farlo, una volta fornite le informazioni, deve altresì riceverle. Solo profilando il cliente, infatti, può conoscere

più difficile ricorrere alla presunzione per cui il danno subito dagli investitori, indipendentemente dalla fiducia da questi riposta nella bontà delle informazioni rilevanti, possa essere calcolato sulla base dei prezzi di mercato, anche senza dimostrazione dell'affidamento su un rating o un indice di riferimento ingannevole — presunzione che è alla base della nota *fraud on the market theory*».

⁵⁷⁹ In tema lo studio di A. AMEL-ZADEH e G. SERAFEIM, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, in *Financial Analysts Journal*, 2018, Volume 74 Issue 3, pp. 87-103.

⁵⁸⁰ Elis Ferran in un intervento all'ECGI *Inaugural Responsible Capitalism Summit*, in Bruxelles, 21 ottobre 2022, sul capitalismo responsabile.

⁵⁸¹ H. PILAJ, *The Choice Architecture of Sustainable and Responsible Investment: Nudging Investors Toward Ethical Decision-Making*, in *J Bus Ethics*, 2017, p. 750. I distributori di prodotti di investimento possono svolgere un ruolo importante nel colmare il divario tra i valori degli investitori e le loro effettive scelte di investimento. Possono aumentare la conoscenza e la consapevolezza dei prodotti sostenibili proprio nel momento in cui gli investitori devono fare una scelta, contribuendo così a contrastare i problemi di razionalità limitata e, più in particolare, il problema dell'attenzione limitata che è stato definito come una delle principali cause del divario. L'A. fa un interessante paragone con un ipotetico supermercato, dove i prodotti del commercio equo e solidale sono tenuti in magazzino, disponibili solo su esplicita richiesta, e dove la maggior parte dei consumatori non utilizza una lista della spesa esplicita. Anche i consumatori con una preferenza per il commercio equo e solidale, in tali circostanze, finiranno spesso per acquistare altri prodotti.

I. NAVARRO FRÍAS, *De sesgos y retrocesiones: MiFID II y las nuevas perspectivas de protección del inversor*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2018, sostiene che «*los objetivos de claridad, precisión y plenitud de la información no están alineados por lo que en muchos casos la obtención de un objetivo supondrá en mayor o menor medida el sacrificio de otro* (richiesti anche dal STS, Pleno, 244/2013, de 18 de abril, FJ 7.º). [...] Si se pretende ser preciso o exacto con la información referente a determinado producto financiero (¡y por supuesto si se pretende dar una información completa!) debe asumirse una disminución de la claridad de ese mensaje para un hablante no competente en la materia. [...] Cuanta más claridad, más selección y reducción de la información, y por tanto, más juicios de valor del que debe suministrar la información. El foco se sitúa entonces en el proveedor del servicio de inversión».

A. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, *Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria*, cit., p. 9, quello che cercano gli investitori «*generalmente no son datos e informaciones, sino consejo y recomendaciones de personas de su confianza directa, que hayan sabido analizar y procesar la información disponible. De estos fiduciarios no se busca información ("mera y aséptica información sobre los instrumentos financieros") sino recomendación o consejo, de la misma manera que se busca el consejo del abogado o del médico*». M.L. FERRANDO VILLALBA, *Extensión y límites del deber de informar al inversor en MiFID II: conflictos de interés y asesoramiento financiero*, in *Revista del Mercado de Valores*, 2013, p. 12, parla di «*deber de consejo*».

le sue preferenze, i suoi interessi ed indirizzarlo verso la scelta ideale che, allo stato attuale, non dovrebbe necessariamente corrispondere a quella più profittevole. L'intermediario finanziario, dunque, diviene il tramite che dà concretezza agli impulsi di sostenibilità sottesi alle politiche legislative. E lo fa attraverso lo studio delle cd. preferenze di sostenibilità.

5.2. La consulenza finanziaria: la rilevanza della profilatura del cliente in ordine alle preferenze di sostenibilità (la valutazione di adeguatezza secondo il nuovo modello di finanza).

Alla rinnovata centralità assunta dal ruolo dell'intermediario finanziario, che guida l'investitore verso attività di investimento rispettose del "profilo" di quest'ultimo, corrisponde al perseguimento da parte del medesimo del cd. "*duty of care*" in tutti i casi in cui egli sviluppi un "diretto coinvolgimento" nella definizione delle scelte del cliente⁵⁸².

Nel momento in cui l'intermediario presta il servizio di consulenza o si occupa di gestire il portafogli su base individuale (rapporti strutturalmente connotati da un'ampia componente fiduciaria), la politica di *disclosure* tuttora in vigore perde oggettivamente di peso, cedendo il passo ad una più immediata valutazione del "contenuto" delle soluzioni consigliate e della loro congruità con le preferenze, competenze e condizioni del cliente, secondo il principio della "*know your customer rule*"⁵⁸³. Il flusso informativo non corre esclusivamente nella direzione intermediario-cliente, ma diviene necessariamente bilaterale, nel rispetto del dettato dell'art. 21, comma 1, lett. b), t.u.f., che impone all'intermediario di acquisire dai clienti le informazioni necessarie per effettuare la loro profilazione finanziaria. Conoscenza ed esperienza in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di strumento o di servizio; situazione finanziaria, inclusa la capacità di sostenere perdite; obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio, nonché (come esplicita Esma nelle sue ultime linee guida 2022) stato civile, di famiglia, età, situazione lavorativa e fabbisogno di liquidità, sono i dati che il dovere di diligenza rafforzato dell'intermediario gli impone di raccogliere nella fase di valutazione di adeguatezza (*suitability rule*)⁵⁸⁴,

⁵⁸² L. PURPURA, *L'evoluzione "fiduciaria" dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione di servizi di investimento alla clientela al dettaglio*, cit., p. 229, parla di «interlocuzione personalizzata», idonea a suscitare direttamente o indirettamente nel cliente un affidamento nella funzione di orientamento da parte dell'intermediario.

⁵⁸³ La *know your customer rule* nasce nella l. n. 1 del 2 gennaio 1991, c.d. Legge SIM, recante la disciplina dell'attività d'intermediazione mobiliare e disposizione sull'organizzazione dei mercati mobiliari, il cui art. 6, comma 1, lett. d), stabiliva il dovere per le società d'intermediazione, nello svolgimento delle loro attività, di «acquisire preventivamente le informazioni sulla situazione finanziaria del cliente rilevanti ai fini dello svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare». In seguito, la direttiva 93/22/CEE ha definito la regola come obbligo dell'impresa di investimento di «informarsi sulla situazione finanziaria dei suoi clienti, sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi per quanto concerne i servizi richiesti». Sul tema, F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993.

⁵⁸⁴ Esula dall'indagine l'attenta ricostruzione dell'evoluzione normativa e disciplinare della stessa valutazione di adeguatezza. Per tale ragione si rinvia, *ex multis*, a V. SANGIOVANNI, *L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid*, in *Corr. giur.*, 2010, p. 1390 ss.; R. NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012; V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza*

forma più alta di tutela dell'investitore, nonché espressione per alcuni del "paternalismo libertario" del *post-disclosure*⁵⁸⁵. La valutazione di adeguatezza riassume «l'intero processo di raccolta delle informazioni relative a un cliente e la successiva valutazione da parte dell'impresa sull'idoneità di un determinato prodotto d'investimento per detto cliente, in base anche alla solida conoscenza, da parte dell'impresa, dei prodotti che può raccomandare o nei quali può investire per conto del cliente»⁵⁸⁶. A partire dalla MIFID II (artt. 24-25) – recepita dagli artt. 54-55 del Regolamento delegato (UE) 2017/565, più art. 40 Reg. Intermediari e artt. 213-214 LMV – l'intera operazione finanziaria viene modellata come "un abito sartoriale"⁵⁸⁷, valutando il cliente anche con riferimento ai suoi *bias* comportamentali (e di quelli dell'intermediario che lo assiste) affinché il o i prodotti calzino come un guanto⁵⁸⁸. La normativa

e di appropriatezza, in E. GABRIELLI - L. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Milano, 2011, p. 303 ss.; P. SERRAO D'AQUINO, *Obblighi informativi e responsabilità dell'intermediario finanziario. parte ii: valutazione di adeguatezza e di appropriatezza. conflitti di interesse ante e post mifid. informazioni per i prodotti non negoziati nei mercati regolamentati. obbligo di monitoraggio dei titoli acquistati dal cliente*, in *Giur. merito*, 2012, p. 1745b. Il legislatore comunitario ha disciplinato la valutazione di adeguatezza fin dal 2004, con la *Markets in financial instruments directive* (2004/39/EC, cosiddetta MiFID). Nel 2012 la European Securities and Markets Authority (ESMA) ha pubblicato le proprie linee guida in materia (Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID, di seguito anche Orientamenti ESMA 2012). Le regole per la valutazione di adeguatezza sono state ulteriormente valorizzate dalla direttiva 2014/65/EU (cosiddetta MiFID II) che, assieme al regolamento EU n. 600/2014 (cosiddetto MiFIR), ha reso ancor più centrale l'accurata conoscenza della propria clientela da parte degli intermediari anche ai fini dell'efficacia dei nuovi presidi di product governance e di definizione del target market da parte del distributore.

⁵⁸⁵ M. CIAN, *Gli obblighi informativi degli intermediari*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2009, p. 1197 ss., sostiene che tutte le informazioni richieste il cui rilascio è obbligatorio perché il servizio dell'intermediario possa avere corso rappresenta un approccio marcatamente paternalistico, là dove la difesa del cliente raggiunge un livello tanto estremo da imporsi anche sulla sua stessa volontà, essendo venuta meno la possibilità, prevista nella precedente disciplina, di realizzare comunque l'operazione avvertendo per iscritto il cliente della sua inadeguatezza e raccogliendone il consenso espresso al suo compimento. R. NATOLI, *La protezione del cliente finanziariamente analfabeta tra irrazionalità del mercato e paternalismo liberale*, cit., p. 13, sostiene che emblema del paternalismo sia proprio il modello di adeguatezza della disciplina dei servizi di investimento, dovuta «all'incapacità del cliente di badare a sé stesso». Si parla di tecniche legislative di c.d. «paternalismo libertario», di cui già si è fatto cenno con riferimento alle cd. "spinte gentili" (*nudge*), contrapposto alla prima forma di paternalismo coercitivo, consistente nel "vietare per il tuo bene", ovvero nello scegliere al posto di un altro cosa sia meglio per lui. Nel mondo della finanza, ad esempio, il divieto di (vendere o acquistare) determinati prodotti, come accadeva nella prima MIFID. A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, p. 1 ss., sostiene che «l'equilibrio tra regole di trasparenza e disciplina del servizio risulta alterato dall'espansione del perimetro della consulenza, operata prima dalla prassi delle Authorities e poi fatta propria da MiFID II, con l'effetto che, poiché anche un consiglio spot su un singolo strumento finanziario costituisce consulenza, si ha un sicuro spostamento del paradigma verso un modello paternalista dal momento che sempre significa assoggettare alla verifica di adeguatezza ogni operazione».

⁵⁸⁶ ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, 6 novembre 2018, §6, in esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/.

⁵⁸⁷ V. RICCIUTO, *La tutela dell'investitore finanziario. Prime riflessioni su contratto, vigilanza e regolazione del mercato nella c.d. Mifid II*, in V. TROIANO - R. MOTRONI (a cura di), *La Mifid II. Rapporti con la clientela - regole di Governance - mercati*, Milano, 2016, p. 7 ss.

⁵⁸⁸ B. DE MARINIS, *La tutela del cliente vulnerabile*, cit., p. 661, che sostiene che l'adeguatezza di un prodotto, infatti, non sembra potersi calibrare su criteri schematici ed oggettivi ma, al contrario, sulle concrete e specifiche caratteristiche del cliente con tutti i suoi profili di debolezza e, a questo punto, di «vulnerabilità». D'altronde, la stessa tolleranza al rischio «dipende non solo dalle preferenze verso il rischio, definite rispetto alle caratteristiche di rischio e rendimento di una determinata opzione di investimento, tipicamente influenzate da fattori cognitivi, ma anche dall'attitudine al rischio, intesa come l'insieme delle componenti emotive e psicologiche che

ultima prevede criteri più rigorosi di valutazione, tra cui la tolleranza al rischio, non superabili con il mero consenso informato, il cui soddisfacimento si ottiene solo andando oltre la generica appartenenza del cliente al target dei soggetti per cui il prodotto è stato creato⁵⁸⁹, dovendosi verificare in concreto l'adeguatezza dello strumento rispetto alle esigenze dello specifico cliente e vietando (da qui la nozione di tecnica paternalista) l'operazione nel caso di reticenza dell'investitore ovvero nel caso di giudizio di inadeguatezza dell'operazione di investimento rispetto al suo profilo. Al termine dell'iter valutativo, all'intermediario viene richiesto il rilascio di una "dichiarazione di adeguatezza" quale sintesi delle informazioni raccolte, giustificativa delle decisioni prese durante la consulenza, documento dal rilievo determinante sul piano probatorio in caso di controversia con l'intermediario⁵⁹⁰.

Il modello succintamente descritto, aggiornato con l'introduzione di tolleranza al rischio e, di conseguenza, tolleranza alle perdite, costruisce il servizio di consulenza come una valutazione oggettiva obbligata della sostenibilità finanziaria dell'investimento da parte del cliente.

Una volta che si approda nel sistema della finanza sostenibile e traslato tale modello nella stessa, alla valutazione della sostenibilità finanziaria dell'investimento si aggiunge la valutazione della sostenibilità nell'investimento. La *suitability rule* deve confrontarsi anche con la valutazione delle propensioni alla sostenibilità del cliente, attraverso la introduzione di un altro requisito: le preferenze di sostenibilità.

Dopo alcune incertezze, dovute alla difficoltà di qualificare la sostenibilità come esigenza o come obiettivo⁵⁹¹, il legislatore europeo ha definito le preferenze di sostenibilità all'art. 2 del regolamento (UE) 2017/565, aggiornato con regolamento delegato (UE) 2021/1253. Al Considerando n. 5, ritiene che «le raccomandazioni ai clienti e potenziali clienti dovrebbero riflettere sia gli obiettivi finanziari che le eventuali preferenze di sostenibilità espresse da tali clienti»; in conseguenza l'art. 54, par. 2 e 5,

determinano la reazione di un individuo in circostanze rischiose» (N. LINCiano, *Le distorsioni comportamentali e la consulenza finanziaria*, in *Analisi giur. econ.*, 2012, p. 135 ss.).

⁵⁸⁹ Per una critica alla mancata coordinazione tra *product governance* e valutazione di adeguatezza si veda L. DELLA TOMMASINA, *La produzione e la distribuzione di strumenti finanziari (tra servizi di investimento esecutivi, aumenti di capitale senza consulenza e derivati over the counter)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, p. 262, il quale sostiene che sia «persino scontato che una valutazione di astratta compatibilità dello strumento finanziario con un certo "tipo" di investitore non escluda a valle un esito negativo del test di adeguatezza o di appropriatezza in riferimento ad un cliente in carne ed ossa a tutti gli effetti ascrivibile al target. Il contrario non avrebbe senso: la *product governance* (quale forma di *Oberleitung* dell'offerta finanziaria) e i presidi individuali (previsti a garanzia della diligente attuazione del servizio) sono posti in rapporto di consecuzione logica, non in rapporto di continenza».

⁵⁹⁰ Come giustamente sostiene M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, p. 156.

⁵⁹¹ ESMA, *Orientamenti sui requisiti di governance dei prodotti della MiFID II*, (ESMA35-43-620, 5 febbraio 2018), cit., punto 7, §. 18. Nella bozza degli orientamenti, le "esigenze dei clienti" erano una categoria, separata dagli "obiettivi dei clienti". Gli "obiettivi" si riferivano quindi agli obiettivi di investimento dei clienti target, ossia agli obiettivi finanziari più ampi o alla strategia complessiva, come ad esempio l'approvvigionamento di liquidità, la previdenza o l'orizzonte di investimento previsto. Tali obiettivi potevano poi essere "perfezionati" in base alle esigenze specifiche dei clienti, che avrebbero ristretto o ampliato la portata degli obiettivi, e potevano variare da specifici a più generici, come ad esempio: età, paese di residenza fiscale, caratteristiche speciali del prodotto, come protezione valutaria, investimento verde, investimento etico, ecc. Le linee guida finali sulla *governance* dei prodotti, tuttavia, hanno utilizzato solo una categoria generale "obiettivi ed esigenze".

introduce, tra gli obiettivi di investimento del cliente, anche le preferenze di sostenibilità⁵⁹², inducendo a modifica (meglio, a rinvio al regolamento), il regolamento interno intermediari (art. 167, “Acquisizione delle informazioni dai clienti”)⁵⁹³. La tecnica, già definita “dell’innesto”, prevede l’introduzione della dicitura “preferenze di sostenibilità” ogni qual volta si tenga in considerazione il profilo del cliente e del prodotto a lui confacente, senza ulteriori specificazioni.

La disciplina in considerazione rientra sempre nella spinta conformativa degli intermediari verso le politiche economiche sostenibili; quest’ultima trova appoggio non solo e non soltanto nelle modalità di rilascio degli obblighi informativi, bensì soprattutto nell’integrazione delle norme sull’adeguatezza con i fattori ESG⁵⁹⁴. Per tale ragione, all’intermediario viene richiesto che «possieda un livello adeguato di conoscenze e competenze» (orientamento generale 11, par. 104), anche e soprattutto con riferimento ai prodotti (*know your merchandise rule*) ed ai «criteri delle preferenze di sostenibilità»⁵⁹⁵. Soprattutto,

⁵⁹² L’articolo 54 (valutazione di idoneità e adeguatezza) è così modificato: «a) al paragrafo 2, la lettera a) è sostituita dalla seguente: «a) corrisponde agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio e le sue eventuali preferenze di sostenibilità; b) il paragrafo 5 è sostituito dal seguente: 5. Le informazioni riguardanti gli obiettivi di investimento di un cliente o potenziale cliente includono, laddove pertinenti, dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l’investimento, le sue preferenze in materia di assunzione del rischio, la sua tolleranza al rischio, la finalità dell’investimento e altresì le sue preferenze di sostenibilità».

⁵⁹³ In Spagna, la CNMV il 18 luglio 2022 ha emesso un “*Comunicado sobre la próxima aplicación de la modificación del reglamento delegado 2017/565 en lo relativo a la consideración de las preferencias de sostenibilidad de los clientes en la evaluación de la idoneidad*” dove suggerisce agli enti di *tomar como referencia general las Directrices de ESMA sobre determinados aspectos de los requisitos de MiFID II*. Il 5 giugno 2023, invece, emette altro comunicato “*La CNMV adopta las directrices de ESMA sobre requisitos de idoneidad de MIFID II*”, in cnmv.es/portal. In data 8 novembre 2023, è stato emanato il *Real Decreto 813/2023, de 8 de noviembre, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión* (BOE» núm. 268, de 09 de noviembre de 2023 Referencia: BOE-A-2023-22763), il quale tuttavia si limita solo ad un rinvio a quanto prescritto dal regolamento delegato, senza citare espressamente le preferenze di sostenibilità (art. 116).

⁵⁹⁴ Sui limiti della *disclosure* non finanziaria si esprime A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell’investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell’assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, p. 526 ss., alcuni superati dall’emanazione della proposta RTS già esaminata, altri no. Ai secondi appartiene «la scelta di organizzare l’informativa attraverso un approccio multi-canale» la quale è finalizzata a ridurre l’*overload* informativo potenzialmente derivante dalla fornitura di un’informativa unitaria, però rischia di ingenerare problematiche dalla rilevante prospettiva della dispersione informativa e dei costi transattivi connessi alla ricerca dell’informazione.

⁵⁹⁵ ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements del 23 settembre 2022*, trad. it. del 3 aprile 2023, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, consultabili in esma.europa.eu, nella quale «le conoscenze e le competenze necessarie a norma dell’articolo 25, paragrafo 1, della MiFID II, anche per quanto riguarda la valutazione dell’adeguatezza. Il personale deve inoltre avere le conoscenze e le competenze necessarie in merito ai criteri delle preferenze di sostenibilità di cui all’articolo 2, paragrafo 7, del regolamento delegato MiFID II ed essere in grado di spiegare ai clienti i diversi aspetti con un linguaggio non tecnico. A tal fine, le imprese dovrebbero fornire al personale una formazione adeguata» (orientamenti di supporto, parr. 105 e 106).

Per ora, l’obiettivo non pare essere stato raggiunto. In materia di adeguatezza, F. ADRIA, N. LINCiano, F. QUARANTA, P. SOCCORSO, *Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza*, Consob Discussion Paper n. 11, novembre 2022, p. 14, ha riscontrato domande funzionali alla rilevazione delle preferenze di sostenibilità in soli due questionari tra i ventidue analizzati (ivi, 27). Più nel dettaglio, gli obiettivi non finanziari dei clienti, come le preferenze di sostenibilità, di solito non sono stati presi in considerazione e solo una minoranza

nell'ipotesi in cui si voglia ricostruire l'attività dello stesso come "ufficio di diritto privato", assegnandogli il perseguimento dell'interesse del cliente, dell'integrità dei mercati e, attualmente, delle politiche economiche elette, come finalità istituzionale primaria il cui fondamento si rinviene nell'art. 21 t.u.f., il quale merita di essere riletto, *de iure condito*, proprio alla luce del nuovo profilo di sostenibilità. La valutazione delle preferenze "etiche", "non patrimoniali" del cliente, infatti, sono già incluse nel concetto di "interesse" che l'articolo chiede all'intermediario di tutelare. Quest'ultimo, quindi, è chiamato *ex lege*, senza alcuna necessità di intervento di modifica sul disposto della norma a rispettare le differenti facce dell'interesse, unitario se solo patrimoniale, composito se colorato dalle preferenze di sostenibilità, senza poter ignorare le seconde a favore delle prime.

La precisazione, tuttavia, non risolve (bensì crea o aggrava) il problema della gerarchizzazione dei due interessi, ovvero della eventuale prevalenza di uno sull'altro in caso di contrasto. La questione è centrale, soprattutto alla luce della valutazione della condotta dell'intermediario e di una sua eventuale responsabilità, in ipotesi di inadeguatezza dell'investimento rispetto alle preferenze di sostenibilità. La risposta del legislatore in tal senso, invece, resta confusa.

In primo luogo, la definizione stessa di "preferenze di sostenibilità" fa emergere la libertà negoziale del cliente rispetto alla determinazione qualitativa (il tipo) e quantitativa (il grado) della sostenibilità degli strumenti da acquistare, singolarmente o per la creazione di un portafoglio, nel rispetto delle motivazioni etiche o economico/finanziarie che lo muovono⁵⁹⁶. A differenza delle informazioni di carattere personale e finanziario, non vi è un obbligo espresso di fornire le proprie preferenze di sostenibilità, potendo il cliente restare "neutro" nel merito (*sustainability neutral*). Ciò significa, in altri

dei clienti ha esplicitato proattivamente tali preferenze: per l'affermazione secondo cui «*the information about investment objectives generally relates to financial objectives, while non-financial objectives of the client, such as sustainability preferences, are usually not addressed*», in *Explanatory Memorandum to the Commission Delegated Regulation amending MiFID II Delegated Regulation (EU) 2017/565*, Ref. Ares(2020)2955205, 8 June 2020, p. 1 ss. (d'ora in poi "EM 2955205"), ma v. anche *Explanatory Memorandum to the Commission Delegated Regulation amending IDD Delegated Regulations (EU) 2017/2358 and (EU) 2017/2359*, Ref. Ares(2020)2955230, 8 June 2020), p. 1 s.

Lo stesso accade in Spagna dove la CNMV, il 4 aprile 2024, ha pubblicato una comunicazione "*La CNMV revisa la aplicación de las nuevas obligaciones sobre las preferencias de sostenibilidad de los clientes*" dalla quale emerge l'adattamento delle entità finanziarie alle informazioni sulle preferenze di sostenibilità, nonostante il differente livello di dettagli delle stesse: alcune si limitano a chiedere se il cliente abbia delle preferenze in tal senso, altre non raccolgono tutte le informazioni richieste dalla normativa UE. Inoltre, pare che in Spagna la percentuale di clienti interessati si attesti intorno al 23%.

⁵⁹⁶ F. ADRIA, N. LINCiano, F. QUARANTA, P. SOCCORSO, *op.ult.cit.*, p. 16, considera che la tendenza verso investimenti sostenibili potrebbe dipendere anche da «tratti psicologici, quali l'altruismo, la fiducia nel sistema finanziario e la tolleranza al rischio, a valori e convincimenti strettamente soggettivi, così come a una specifica funzione d'utilità individuale, a spiccate *social preferences* e all'importanza riconosciuta ai singoli fattori ESG.[...] Al contrario, altri tratti individuali e taluni *bias* comportamentali potrebbero ridurre la propensione verso la finanza sostenibile: l'attitudine allo *short termism*, ad esempio, o la preferenza verso opzioni di investimento più remunerative nel breve termine potrebbero frenare l'interesse verso progetti di investimento con effetti attesi solo nel lungo periodo. È opportuno ricordare, inoltre, che ulteriori deterrenti sono talune convinzioni e percezioni come, ad esempio, l'aspettativa di rendimenti inferiori rispetto a opzioni di investimento tradizionali, l'idea che si tratti di prodotti più costosi di quelli tradizionali o il timore che si tratti di operazioni di *marketing*».

termini, che il legislatore continua a tenere distinto il “profilo di sostenibilità” dal “profilo finanziario tradizionale”, dettando un regime più stringente di condotta dell’intermediario con riferimento al secondo piuttosto che al primo. Altresì, significa che il mercato degli investimenti sostenibili può espandersi, fagocitando anche i clienti “*brown*”, ossia quelli indifferenti al tema “sostenibilità”. Non esiste, infatti, nessuna previsione normativa (*target market* negativo) che impedisca di distribuire prodotti sostenibili a chi non ha obiettivi legati alla sostenibilità, se questi ultimi corrispondono in tutto e per tutto al profilo personale e finanziario del cliente⁵⁹⁷. In questo caso, però, sembrerebbe non porsi alcun problema: è pacifico che il possibile *trade-off* tra rendimento e sostenibilità dovrebbe essere risolto in favore del primo termine.

Indicativamente Esma, nelle sue ultime linee guida, richiede che le informazioni sulla sostenibilità raccolte dal cliente assumano una certa granularità (siano “sufficientemente dettagliate”) tali da consentire un abbinamento delle preferenze di sostenibilità del cliente con le caratteristiche connesse alla sostenibilità degli strumenti finanziari⁵⁹⁸, tenendo allo stesso tempo in considerazione le ragioni per cui gli investitori potrebbero non rispondere correttamente alle domande. Le imprese devono cercare di evitare che distorsioni percettive o cognitive compromettano la validità e l’affidabilità delle risposte fornite dagli investitori (ad esempio, chiedendo agli investitori di autovalutare le proprie preferenze) (par. 10). Impresa non facile, stante la già rilevata difficoltà nel far comprendere le differenze tra i vari strumenti finanziari sostenibili in circolazione. Si dovrebbe, dunque, partire da domande generiche a risposta chiusa sì/no per tastare il livello di conoscenza e di interesse del soggetto ai temi, scendendo nel dettaglio solo in caso di risposte positive.

Una volta integrati i fattori di sostenibilità nel lato soggettivo (preferenza individuale) e oggettivo (caratteristiche dello strumento finanziario), si procede alla valutazione di adeguatezza. In sintesi, l’intermediario è tenuto a consigliare strumenti che rispecchino la “quota minima” di sostenibilità in origine individuata dal cliente. Se lo strumento sostenibile non rispondesse a tale requisito, potrebbe

⁵⁹⁷ Il regime di *target market*, infatti, nei casi di prodotti sostenibili, viene derogato. Se, in genere, quando i fattori di sostenibilità sono integrati nelle disposizioni in materia di *product governance*, gli intermediari che “producono” e distribuiscono strumenti finanziari destinati ai clienti «con un profilo legato alla sostenibilità» (Considerando n. 5, Direttiva Delegata (UE) 2021/1269) devono considerare gli 86 fattori di sostenibilità quando determinano il relativo mercato di riferimento (*target market*) e periodicamente ne verificano la coerenza con lo strumento finanziario, nel caso contrario produttori e distributori sono esentati dall’identificare il gruppo di clienti con i quali lo strumento finanziario non è compatibile (c.d. *target market negativo*), con la conseguenza che strumenti finanziari sostenibili possono essere distribuiti anche a investitori che non hanno preferenze di sostenibilità (artt. 9 e 10 Direttiva Delegata (UE) 2017/593, quali modificati dalla Direttiva Delegata (UE) 2021/1269; il considerando 7 Direttiva Delegata (UE) 2021/1269 è esplicito nel dichiarare l’intenzione del legislatore di «garantire che gli strumenti finanziari con fattori di sostenibilità restino facilmente disponibili anche per i clienti che non hanno preferenze di sostenibilità») (A. CARDANI, A. PERRONE, *Servizi di investimento e finanza sostenibile. le conseguenze non volute della recente disciplina europea*, in *La regolamentazione finanziaria: problemi aperti*, in Osservatorio Monetario, maggio 2022, p. 86).

⁵⁹⁸ Fino all’entrata in vigore di una classificazione unificata a livello UE, tuttavia, le imprese di investimento dovrebbero specificare chiaramente quali sono le preferenze e le considerazioni ESG che considerano, tenendo conto delle attuali pratiche di mercato.

comunque essere raccomandato ma con l'avvertimento che è conforme solo alle preferenze finanziarie e personali.

Il nuovo par. 10 dell'art. 54 MIFID II, inoltre, introduce la possibilità per il cliente di “modificare le sue preferenze di sostenibilità”, ovviamente al ribasso, adattandole alle caratteristiche dei prodotti che gli vengono proposti, previa redazione di un documento scritto in cui si assume la responsabilità di tale cambiamento e giustifica la sua scelta. Su richiesta del cliente il “blocco” potrebbe essere quindi rimosso. Se, tuttavia, un cliente non intende modificare le proprie preferenze di sostenibilità, l'intermediario dovrebbe astenersi⁵⁹⁹, perché la legge è esplicita nel prescrivere che nel caso di servizi di investimento ad alto valore aggiunto «l'impresa di investimento non raccomanda né decide di negoziare alcun servizio o strumento se nessuno dei servizi o degli strumenti è adeguato al cliente» (art. 54, par. 10, comma 1, MiFID II DR).

La disciplina, così costruita, sembra fare chiarezza sulla posizione dell'Unione Europea in merito ad un eventuale contrasto tra interesse patrimoniale ed interesse non patrimoniale alla sostenibilità, oltre che rimarcare il modello di distribuzione orientato al prodotto (ossia di adeguamento del profilo del cliente a quello del prodotto) di cui si è già detto.

Come è stato osservato in dottrina, infatti, il presidio di tutela composto dalla valutazione di adeguatezza sembra indebolirsi una volta posto innanzi all'incerto rapporto “gerarchico” tra rendimento finanziario e fattori di sostenibilità nella valutazione degli obiettivi di investimento del cliente⁶⁰⁰. A parità di rischio di investimento, aumenta considerevolmente la discrezionalità dell'intermediario il quale dovrà scegliere tra uno strumento finanziario con un maggior rendimento e un altro, invece, che prediliga maggiormente le preferenze di sostenibilità.

Si diceva che la risposta europea è confusa ma tracciabile.

L'art. 54, parr. 2 e 5, MIFID II, considerano esplicitamente le preferenze in materia di sostenibilità come parte della valutazione degli obiettivi di investimento del cliente (“obiettivi di investimento, comprese le preferenze in materia di sostenibilità”), lasciando intendere che l'inclusione della sostenibilità nella valutazione degli obiettivi d'investimento del cliente è un elemento fondamentale e che transazione può essere considerata idonea per un cliente solo se rispetta sia le preferenze finanziarie

⁵⁹⁹ Proprio su quest'obbligo inderogabile di astensione che grava sull'intermediario in caso di giudizio di inadeguatezza, è stato rilevato come lo stesso «da regola informativa espressione del riconoscimento della libertà dell'investitore di autodeterminarsi, con le cautele richiamate, nel mercato finanziario diviene regola di solidarietà. La disparità informativa tra le parti incide direttamente sull'autonomia privata in guisa che l'intangibilità del dogma della volontà individuale cede il passo all'esigenza di tutela del risparmio» (F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, p. 55).

⁶⁰⁰ A. CARDANI, A. PERRONE, *op.ult.cit.*, p. 88.

sia quelle di sostenibilità. Il risultato del test di idoneità non dovrebbe differire in base a quale valutazione viene effettuata per prima⁶⁰¹.

Tuttavia, il Considerando n. 5 MIFID II prescrive che «le imprese di investimento dovrebbero innanzitutto valutare gli obiettivi di investimento, l'orizzonte temporale e le circostanze individuali dell'investitore, prima di chiedere ai clienti le loro potenziali preferenze in materia di sostenibilità», lasciando intendere che il secondo possa solo essere susseguente al primo in una «sequenza di valutazioni».

Medesime considerazioni vengono reiterate dalla Commissione Europea⁶⁰² e da Esma che, nelle Linee Guida 2018, sostiene che la volontà del cliente di investire in prodotti ESG non debba comunque ledere gli interessi del cliente stesso, come se l'interesse alla sostenibilità fosse «un di più» non considerabile alla stregua di un vero e proprio interesse⁶⁰³. Ciò significa, secondo la prima versione di ESMA⁶⁰⁴, che gli obiettivi ESG di un cliente sono di secondaria importanza e devono essere presi in

⁶⁰¹ Tale il condivisibile pensiero di V. COLAERT, *Integrating Sustainable Finance into the MiFID II and IDD Investor Protection Frameworks*, in D. BUSCH, G. FERRARINI, S. GRÜNEWALD (eds.), *Sustainable Finance in Europe, EBI Studies in Banking and Capital Markets Law*, Cham (Switzerland), 2021, p. 455 ss.

⁶⁰² EUROPEAN COMMISSION, *Consultation on the Renewed Sustainable Finance Strategy*, Consultation Document, April 8, 2020, pp. 8 e 21, in finance.ec.europa.eu/document/download/13bfc439-3eb6-478b-b257-f9421df3fec3_en?filename=2020-sustainable-finance-strategy-consultation-document_en.pdf.

⁶⁰³ In favore di questa lettura, M. ARRIGONI, *Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, p. 277, che sostiene che «le esigenze di sostenibilità possono essere soddisfatte anche attraverso ulteriori modalità, talvolta anche più efficaci, come le scelte di consumo», portando come prova la prospettiva dei gestori in recenti indagini empiriche. Nel 2019, su un campione di oltre 25.000 investitori, il 57% degli intervistati tiene conto dei fattori ESG nelle scelte di investimento; nella scala delle priorità, tuttavia, le preferenze di sostenibilità sono secondarie rispetto agli obiettivi finanziari: in questo senso, SCHRODERS, *Global Investor Study Investor behaviour: do people have control of their personal finances?*, 2019, disponibile al sito schroders.com/en-us/us/institutional/media-center/schroders-global-investor-study-2019-majority-of-investors-changed-portfolios-during-2018-market-volatility2/, dal quale emerge inoltre, con riferimento al contesto italiano, una maggior percentuale di investitori con priorità per gli aspetti finanziari, rispetto a quelli che prediligono invece la sostenibilità. Lo stesso arriva a relegarle al mero ruolo di «sfumatura» dell'obiettivo principale e a sostenere che una opinione differente porterebbe alla violazione del principio fiduciario a tutela del cliente. Si salverebbe solo il caso in cui fosse lo stesso cliente a esprimere la sua preferenza verso gli obiettivi di sostenibilità a seguito, pare, di esplicita richiesta dell'intermediario.

Medesimo pensiero, nella dottrina spagnola, lo esprime P. RODRÍGUEZ, *Los principios de sostenibilidad y los mercados de valores*, in F. URÍA FERNÁNDEZ (dir.), *La regulación del mercado de valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, Spagna, 2020, p. 21, che sostiene la correttezza di una valutazione fatta per gradi poichè: «proceder de otra manera no tendría por efecto más que una importante limitación de las posibilidades de inversión para los clientes. De otra forma, podría ocurrir que, en el caso de un cliente que manifieste preferencias de inversiones sostenibles, en el universo de estas, especialmente a corto plazo en que la oferta no es excesivamente alta, no existieran productos que cumplieran además las exigencias de plazo, riesgo, etc.... Por ello, la Comisión Europea propone que las preferencias de sostenibilidad deberían entrar en juego una vez que las otras hubieran sido satisfechas».

⁶⁰⁴ «[T]he willingness of a client to invest in environmentally sustainable, social or good governance products should not be used against the interests of that client»; inoltre, per evitare che le considerazioni sulla sostenibilità prevalgano sugli altri requisiti per valutare l'adeguatezza, contrariamente al perseguimento del miglior interesse del cliente, sulla pertinenza degli altri criteri di idoneità in un modo che potrebbe non risultare nel migliore interesse del cliente, «ESG preferences should only be addressed once the suitability has been assessed in accordance with the criteria of knowledge and experience, financial situation and investment objectives. Once the range of suitable products has been identified following this assessment, in a second step the product that fulfils

considerazione solo dopo aver effettuato una prima selezione dei prodotti sulla base delle conoscenze e dell'esperienza del cliente, della sua situazione finanziaria e dei suoi obiettivi di investimento, suggerendo che siano le stesse dinamiche di mercato a chiedere di favorire il rendimento a discapito della sostenibilità, quando i due termini siano in opposizione⁶⁰⁵. La considerazione viene esplicitata negli Orientamenti 2022, al par. 81, in cui si afferma che «Ci si dovrebbe occupare delle preferenze di sostenibilità solo una volta che l'adeguatezza sia stata valutata in base ai criteri delle conoscenze e dell'esperienza, della situazione finanziaria e di altri obiettivi di investimento».

Ed è per dare seguito a questa linea di pensiero che si fa un distinguo netto nei risultati della valutazione di adeguatezza. L'inadeguatezza di un prodotto al profilo finanziario, ad esempio al livello di tolleranza al rischio, comporta il divieto *ex lege* di proporre o negoziare quest'ultimo. Al contrario, la compatibilità dello strumento con le preferenze di sostenibilità ma la sua inidoneità sotto il profilo finanziario o personale non consentono di raccomandarlo e negoziarlo. Così come uno strumento, compatibile dal tutti i punti di vista, eccetto quello di sostenibilità sarà raccomandabile e negoziabile nel momento in cui lo stesso cliente decida di “venire a più miti consigli”, adattando le sue preferenze di sostenibilità al ribasso, in una sorta di riprofilatura indotta, che interviene in ausilio dell'intermediario nel caso in cui egli intenda raccomandare un prodotto non rispondente alle preferenze di sostenibilità dell'investitore.

Detto regime, definito di «valutazione per blocchi e in sequenza»⁶⁰⁶, che pare sovraordinare gerarchicamente la valutazione di adeguatezza di «vecchia finanziaria generazione» a quella collegata alle preferenze, limita la portata effettiva delle modifiche al regolamento delegato di cui al par. 10, art. 54, trasformando la possibilità di riprofilare il cliente da comportamento eccezionale a comportamento regolare⁶⁰⁷ come vuole Esma.

Tuttavia, la gerarchizzazione tra i profili potrebbe avere un'altra spiegazione plausibile. La valutazione preventiva di obiettivi di investimento, orizzonte temporale e circostanze personali del cliente potrebbe servire, altresì, semplicemente a verificare la sua appartenenza generale al target di investitori sostenibili. Si adduce un esempio di quanto si sta affermando: è logico che la preferenza del cliente per un orizzonte temporale breve di conservazione dell'investimento escluda automaticamente qualsiasi investimento in “capitale paziente”, ossia sostenibile, i cui risultati, qualora ci fossero, tarderebbero ad arrivare.

best the client's ESG preferences should be chosen»: così ESMA, *On integrating sustainability risks and factors in MiFID II* (nt. 22), §§. 10 e 11, 22 s.

⁶⁰⁵ F.E. MEZZANOTTE, *Accountability in EU sustainable finance: linking the client's sustainability preferences and the MiFID II suitability obligation*, in 16.4 *Capital Markets Law Journal*, 2021, p. 484 s.: «advisors and portfolio managers need not satisfy the client's sustainability preferences in all instances. The goal of the reform, the Commission has stated, has not been to meet sustainability preferences at the cost of undermining compliance with the client's financial objectives».

⁶⁰⁶ M.E. SALERNO, *op.cit.*, p. 95.

⁶⁰⁷ Il virgolettato, al pari della considerazione che segue, è di A. CARRISI, *op.ult.cit.*, p. 20.

Le medesime Linee Guida dell'Autorità parlano di “abbinamento” tra preferenze finanziarie e preferenze di sostenibilità. Come già notato, l'art. 54 include quest'ultime negli obiettivi di investimento del cliente al pari degli altri elementi. D'altronde se il cliente ha espresso un interesse per investimenti sostenibili non cambia le sue inclinazioni “etiche” solo per una mancata completa corrispondenza dello strumento finanziario ai valori di sostenibilità, essendo tale soluzione solo una *fiction* per superare un *empasse*, consentendo all'intermediario di vendere altri prodotti più “tradizionali” e, per questo, meno problematici⁶⁰⁸. Né la questione si risolve, a monte, chiedendo espressamente all'intermediario di rimettere al cliente la scelta in ordine alla gerarchia tra obiettivi di rendimento e di sostenibilità, al fine di ridurre il range di possibili responsabilità dell'intermediario in caso di “tradimento” della seconda finalità.

Infatti, dovrebbe essere implicito che ad un cliente, che è stato reso edotto delle qualità sostenibili dell'investimento e ha dato il proprio consenso all'acquisto, occorre garantire la tutela non solo dell'interesse al rendimento ma altresì di quello di sostenibilità. A partire da quel momento entrambi gli interessi sussistono e convivono. Entrambi meritano rispetto e tutela.

Una volta che il cliente introduce, tra i dati richiesti, anche le preferenze di sostenibilità esse rientrano a tutti gli effetti tra i parametri che l'intermediario ha il dovere di tenere di conto nel *suitability assesment*. Al contrario, incorre in responsabilità per violazione di regole di condotta ex art. 25, par. 2, MIFID II⁶⁰⁹.

Per tale ragione, al fine di evitare manovre di comodo da parte degli intermediari, non serve riformulare l'art. 21 t.u.f., specificando che questi debbano comportarsi secondo «diligenza, correttezza

⁶⁰⁸ La giustificazione di tale atteggiamento potrebbe risiedere altresì nell'irrazionalità che caratterizza anche l'intermediario. Egli è portatore sano di *bias* comportamentali come, ad esempio, del cd. “effetto di falso consenso”, cioè la tendenza a ritenere che gli individui con cui si entra in relazione condividano le proprie convinzioni e preferenze; ciò potrebbe scoraggiare dal proporre prodotti sostenibili nei casi di consulenti che considerano il concetto di investimento sostenibile troppo ‘confuso’ o ‘complesso’. Nella medesima direzione potrebbe agire la convinzione del consulente che ritenga i propri clienti più orientati a privilegiare i profili finanziari dell'investimento rispetto alle caratteristiche di sostenibilità (F. ADRIA, N. LINCiano, F. QUARANTA, P. SOCCORSO, *op.ult.cit.*, p. 14). Più in generale, si veda P. SOCCORSO, *La centralità dell'informazione nella relazione intermediario-cliente. I riflessi dei deficit cognitivi e dei bias comportamentali degli individui sul corretto adempimento degli obblighi previsti dal quadro normativo e regolamentare di riferimento*, in G. ROJAS ELGUETA e N. VARDI, *op.cit.*, p. 211.

⁶⁰⁹ Si pensi, in tal caso, alla giurisprudenza copiosa sulla violazione da parte dell'intermediario del rispetto, nel contratto di gestione di portafoglio individuale (dove vi è a favore dello stesso una discrezionalità molto alta), del *benchmark* prestabilito, quale indice espressione del profilo rischio/rendimento. Se quest'ultimo assume un ruolo «non esclusivo ma certamente concorrente» per «definire le caratteristiche della gestione ed indirettamente il grado massimo di rischio al quale l'investitore ha inteso contrattualmente esporsi», la sua violazione comporta direttamente o indirettamente (a seconda della tesi giurisprudenziale) diritto per il cliente al risarcimento del danno (così G.M. BUTA, *Gestione individuale di portafogli, MiFID II e responsabilità dell'intermediario per mancato rispetto del benchmark prescelto dal cliente. Nota a: Cassazione civile, 01 dicembre 2016, n.24545, sez. I*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, p. 196 ss.), perché dovrebbe essere differente la risposta dell'ordinamento in caso di violazione dei *benchmark* di sostenibilità (livello della stessa etc.) prestabiliti dal cliente.

e trasparenza, per servire al meglio l'interesse finanziario e non finanziario dei clienti e per l'integrità dei mercati»⁶¹⁰ bensì semplicemente reinterpretarlo.

Alcuni, inoltre, hanno proposto misure più incisive quali la presentazione di prodotti di investimento sostenibili come opzione di *default* (ossia come scelta preimpostata salvo eventuali successive azioni decisorie di cambio), a condizione che il prodotto sia adatto anche alle altre esigenze e agli obiettivi del cliente⁶¹¹. È certo, però, che detta misura attribuirebbe un taglio paternalistico alla valutazione di adeguatezza e potrebbe generare “*stranded assets*”, quali investimenti che perdono valore ancor prima di essere ammortizzati a causa dell'impatto di vari cambiamenti (tra cui rientrano anche quelli sociali ed ambientali).

Per concludere, si precisa che si è volutamente deciso di escludere dal discorso la valutazione di appropriatezza (art. 25, par. 3, MiFID II; artt. 55 e 56 MiFID II DR), nonché la mera esecuzione (art. 25, par. 4, MiFID II; art. 57 MiFID II DR) non rilevando, in nessuno dei due casi, le preferenze di sostenibilità, al pari di qualsiasi obiettivo di investimento, in quanto è il cliente che seleziona direttamente lo strumento finanziario, senza l'ausilio dell'intermediario, che non può quindi “correggere” eventuali scelte controproducenti. Nella prassi, questa dinamica è peraltro sempre più frequente nel caso di utilizzo di piattaforme di negoziazione *online* (escluse le ipotesi di prestazione del servizio di consulenza tramite *robo-advisor*).

5.3. Conflitto di interessi tra interessi in conflitto.

Il Considerando n. 5 MIFID II giustifica la conduzione per gradi della valutazione di adeguatezza, prima con il test ordinario e poi con il test sulla sostenibilità, per la sua capacità di evitare pratiche di vendita abusiva, o di cd. *mis-selling*⁶¹². L'affiancamento degli obiettivi non finanziari a quelli finanziari, introducendo considerazioni ESG in fase di consulenza e gestione del portafoglio, sommato alla

⁶¹⁰ *Ivi*, p. 19 s.

⁶¹¹ V. COLAERT, *On the Sustainability of the MiFID II and IDD Investor Protection Frameworks*, cit.

⁶¹² Sul *mis-selling*, ex multis, A. REURINK, *Financial Fraud: A Literature Review*, MPIfG Discussion Paper, No. 16/5, Max Planck Institute for the Study of Societies, Cologne, p. 1308 s., «*The term fraudulent financial mis-selling is used here to refer to the deceptive and manipulative marketing, selling or advising of a financial product or service to an end user, in the knowledge that the product or service is unsuitable for that specific end user's needs. Similar to the other forms of fraud discussed here, fraudulent mis-selling practices illegally exploit information asymmetries that exist between transacting parties [...] Mis-selling agents exploit this informational advantage by providing their clients with biased advice or utilizing aggressive and manipulative marketing strategies*». E ciò perché, una volta che il cliente ha incaricato l'intermediario di assisterlo nella operazione di investimento, anche attraverso la valutazione del livello di rischio appropriato al suo profilo, egli non è nelle condizioni di controllare efficacemente l'operato e di verificare se la condotta dell'intermediario sia stata conforme al suo interesse e se la scelta dell'investimento abbia rispecchiato davvero le sue esigenze. D'altronde, a differenza di mercati in cui il bene compravenduto è materiale, e consente di controllarne la conformità alle qualità promesse, nel caso di servizi di investimento, per verificare la corrispondenza del risultato alle aspettative è necessario attendere un lasso di tempo lungo (che diviene ancora più lungo nel mercato della finanza sostenibile). Con la conseguenza che, spesso, gli investitori rimarranno all'oscuro del comportamento abusivo dell'intermediario sino alla scoperta della perdita (D. KINGSFORD-SMITH, O. DIXON, *The consumer interest and the financial market*, in *Oxford academic*, 2015, p. 697).

discrezionalità di cui gode l'intermediario nella definizione del risultato, può essere pretesto per nuove pratiche di vendita errata. Tuttavia, guardando alla storia legislativa del Considerando n. 5, emerge che la sua portata è molto più ampia e deriva dalle considerazioni sul conflitto di interesse, la cui prima stesura menzionava espressamente. Infatti, come è stato correttamente osservato, sebbene solo in relazione al mercato degli investimenti tradizionali, la copiosa giurisprudenza degli ultimi anni dimostra che nella stragrande maggioranza dei casi «se l'intermediario compie un'operazione che, per le condizioni a cui viene compiuta, è inadeguata al profilo di rischio del cliente per conto del quale è compiuta, [...] non è semplicemente perché è stato poco diligente, bensì è proprio perché l'intermediario, al momento del compimento dell'operazione, era portatore di un interesse in conflitto (situazione di conflitto di interessi), che ha finito per incidere sul modo come egli ha proceduto ad informare e informarsi (azione in conflitto di interesse) e, di lì, sui termini a cui l'operazione è stata conclusa (risultato dell'azione inciso dal conflitto di interessi)»⁶¹³.

Il difficile collocamento “gerarchico” delle preferenze di sostenibilità, pertanto, interviene a pieno titolo in quello che è stato definito per la fiducia e l'efficienza nel sistema finanziario «il problema dei problemi»⁶¹⁴, ovvero la situazione di conflitto di interessi tra intermediario e cliente e, ovviamente, lo complica. Nonostante, infatti, si sia acquisita da tempo, anche nello stesso codice civile, l'insidiosità sottesa al conflitto di interesse, le (tante, forse troppe) misure normative introdotte negli anni non sono mai riuscite a contrastare efficacemente l'elevato rischio di comportamenti abusivi e opportunistici da parte degli operatori del mercato e, di conseguenza, a scongiurare la inefficiente allocazione delle risorse economiche che ne deriva, stante la presenza altresì di un deficit definitorio che impedisce di configurarlo come una categoria ordinante⁶¹⁵. Le innumerevoli indagini sul tema, tanto in generale, quanto nello specifico settore dell'intermediazione finanziaria, non hanno potuto giovare di alcuna nozione positiva derivata dalle norme, dovendo accontentarsi di collezionare una moltitudine di accezioni basandosi sulla definizione data dei Paesi di *Common Law* e sulla casistica giurisprudenziale

⁶¹³ D. MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella disciplina MIFID del conflitto di interessi*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2008, p. 582; nello stesso senso, S. SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interesse fra intermediari e clienti nella direttiva MIFID*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, p. 123.

⁶¹⁴ D. MAFFEIS, *op.ult.cit.*, p. 582. Secondo IOSCO (*International Organization of Securities Regulation*), *Preamble*, in *Principle relating to market intermediaries-Methodology for assessing, implementation of the IOSCO Objectives and Principle of Securities Regulation*, maggio 2017, p. 192, i conflitti di interesse sono uno dei principali fattori di rischio per il patrimonio dei clienti e degli intermediari stessi e, più genericamente, per la fiducia nel sistema finanziario. Quanto a M. BESSONE, *Servizi di investimento e disciplina del contratto*, in *Giur. mer.*, 2002, p. 1421, il problema del conflitto di interessi si annovera tra quelli che «mettono a dura prova qualsiasi normativa di prevenzione e di (adeguata) tutela di chiunque consegni danaro al mercato finanziario».

⁶¹⁵ D. MAFFEIS, *Il conflitto di interessi non è un principio ordinante dell'ordinamento giuridico né in ambito privatistico né in ambito pubblicistico e dunque appare opportuno che il livello di intervento sia la legge ordinaria e non la costituzione*, in *astri-online.it*, settembre 2014: «Il conflitto di interessi non è una nozione univoca in ambito internazionale. Non lo è, al di là delle declamazioni, neanche sul piano etico, non lo è certamente sul piano giuridico. Anche in ambito pubblicistico, vi sono modelli discontinui [...] poiché non è un principio generale, appare opportuna una disciplina a livello primario di legge ordinaria e non a livello della fonte superprimaria della Costituzione».

in continuo aggiornamento⁶¹⁶. Quest'ultima è la ragione per cui non esiste un catalogo completo di situazioni di conflitto di interesse. Lo stesso codice civile si limita a determinarne solo le conseguenze senza elencarne le fattispecie.

Per intenderci, in linea generale il conflitto di interessi viene definito come un contrasto tra due o più situazioni soggettive, meritevoli di tutela, dal quale scaturisce un negozio in cui si verifica un'appropriazione scorretta di risorse e, di conseguenza, ingiustificati arricchimenti e ingiustificati impoverimenti⁶¹⁷. Nel rapporto, inoltre, una delle due parti ha un'alta responsabilità decisionale che si riversa sulla sfera giuridica di controparte la quale investe un certo grado di fiducia nei suoi confronti, e le viene richiesta una imparzialità nella decisione che viene meno proprio per la coesistenza di interessi personali o professionali in conflitto con la stessa⁶¹⁸.

Nell'ambito dell'intermediazione finanziaria⁶¹⁹ la questione si colora di alcune variabili situazionali intrinseche al tipo di rapporto: la disparità di forza contrattuale (informazione, competenze etc.), l'oggetto stesso della contrattazione, dotato di alta complessità e tecnicità tale da necessitare l'intervento di un soggetto professionale ma, soprattutto, l'obbligo dell'intermediario di perseguire il *best interest* del cliente e la discrezionalità sulle modalità di adempimento dei suoi diritti/doveri⁶²⁰.

⁶¹⁶ F. FIORDIPONTI, *Tutela del risparmio: principi costituzionali e rimedi civilistici*, Napoli, 2012, p. 20, riporta la tesi della inutilità di una definizione unitaria che genererebbe una incomunicabilità del diritto con il tessuto sociale. Ovvero evitando una sua definizione rigida, si è permesso al fenomeno del conflitto di interessi di rinnovarsi e attraverso questo rinnovamento di adeguarsi nel modo migliore alle condizioni e alle esigenze della vita sociale che mutano velocemente (come sostiene P. FEMIA, *Interessi e conflitti culturali nell'autonomia privata e nella responsabilità civile*, Napoli, 1996, p. 43).

⁶¹⁷ G. VISENTINI, *La disciplina nel conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, p. 456 s.; S. PUGLIATTI, *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, p. 124 s., l'autore sostiene che gli interessi in conflitto devono essere «tanto in contrasto da escludersi vicendevolmente; devono per così dire stare sullo stesso piano ed occupare la posizione di due forze che abbiano la stessa direzione ma siano di segno opposto. Caratteristica del conflitto di interessi è la incompatibilità di queste forze contrastanti». Così anche U. NATOLI, *Conflitto di diritti*, in AA.VV., *Digesto delle discipline privatistiche sez-civile*, 1988, p. 48 s., secondo il quale presupposto per il conflitto di interessi sarebbe la coesistenza di più diritti soggettivi, appartenenti a più soggetti, la possibile interferenza nell'attività di esercizio di tali diritti e, pertanto, l'esigenza eventuale di dover sacrificare uno in favore di altri.

⁶¹⁸ G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003, p. 21, ritiene che il conflitto alla radice contenga sempre un forte squilibrio tra le parti in causa e si verifichi quando una delle due, stando in posizione di forza, imponga all'altra una decisione o possieda molte più informazioni e le occulti alla controparte.

⁶¹⁹ La dottrina sul conflitto di interessi nell'intermediazione finanziaria consta di numerosissimi contributi. Per le informazioni in pillole qui riportate, ai fini dello studio, si rinvia a F. FIORDIPONTI, *op.cit.*; A. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, Napoli, 2019; M. DE POLI, *I conflitti di interesse e gli inducements*, in M. CERA e G. PRESTI (a cura di), *Il testo unico finanziario, vol. I, Prodotti e intermediari*, 2020, Milano, p. 454 ss.; V. VITI, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari. agency theory, tecniche preventive di gestione del conflitto e tutela dell'integrità ed efficienza dei mercati finanziari*, in *Riv. trim. dir. econ.* 2021, p. 350 ss.

⁶²⁰ Nella dottrina di *common law* il fenomeno, infatti, è stato descritto come un modello a tre problemi: *hidden action*, *hidden knowledge*, *hidden information* (G. PALAZZO e L. RETHEL, *Conflict of interest in financial intermediation*, in *Journal of business Ethics*, 81, 2008, p. 193 s., i quali spiegano dettagliatamente di cosa sono composti i suddetti tre problemi). Ancor più specifici, C. KUMPAN e P.C. LEYENS, *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation*, in *European Company and Financial Law Review*, 2008, p. 82 s., «a conflict of interest arise when a person who has a legal duty to act in

Per comprendere il fenomeno si è fatto spesso ricorso all'*agency theory* anglosassone ovvero a una relazione in cui ad un soggetto, l'*agent*, venga affidata la tutela dell'interesse di un altro soggetto, il *principal*, sulla cui situazione giuridica andrà ad incidere l'azione del primo, tanto nel senso che l'*agent*, eseguendo con correttezza l'incarico ricevuto, apporti un beneficio al *principal*, quanto nel senso contrario che lo stesso, operando nel perseguimento di interessi contrari a quelli del *principal*, arrechi ad esso un danno⁶²¹. La condizione di conflitto surge proprio a causa di limiti di natura oggettiva e soggettiva, inestirpabili, che impediscono al *principal* di controllare efficacemente l'operato dell'*agent*, gli stessi limiti che sono stati elencati poc'anzi e che pongono le due parti in una fisiologica situazione di conflitto. Gli interessi in gioco, infatti, confliggono di *default*. Da una parte un soggetto che, tradizionalmente, vuole ottenere il massimo guadagno con il minimo rischio e nel più breve tempo, dall'altra un professionista che ricerca il maggior guadagno rispetto al servizio offerto. Il conflitto di interessi, quindi, è consustanziale al rapporto, al punto che v'è chi ha sostenuto che nella prestazione di servizi di investimento può dirsi normale che l'intermediario agisca in conflitto di interessi⁶²².

E ciò è tanto vero che la gestione del conflitto di interessi (si badi bene, gestione e non eliminazione) diviene un costo necessario dell'impresa (*agency cost*) e induce a definire tale condizione come la condizione psicologica di colui che, venendosi a trovare per volontà di legge o per contratto, a dover curare gli interessi altrui, allorquando gli si presenti l'occasione di conseguire, a discapito del titolare di tale interesse e con buone probabilità di non essere scoperto, maggiori vantaggi di quelli che otterrebbe se decidesse di eseguire fedelmente l'incarico, sceglie di "massimizzare la propria utilità"⁶²³ a discapito della parte che dovrebbe tutelare. O, molto più semplicemente, secondo la ricostruzione anglosassone, quando l'intermediario svolge attività in maniera non conforme a quanto richiestogli, non perseguendo il primario interesse del cliente⁶²⁴. Dal punto di vista del cliente, si potrebbe affermare che, poggiando

another party's interest has to decide how to act in the interest of that party and another interest interferes with his ability to decide according to his duty. Interest in this respect would mean any influence, concern, emotion, loyalty or other factor, that has a direct impact on the decision of that person».

⁶²¹ Sulla teoria, *ex multis*, J.E. STIGLITZ, *Principal and Agent*, in *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*, London, 1987, p. 967 e ss.; R. POSNER, *Agency model*, in *Law and Economics*, in J.M. OLIN, *Law and economics working papers*, University of Chicago Law School, paper no. 79, The Coase lecture, 2000, in *law.chicago.edu*. Nella letteratura italiana si veda F. SARTORI, *La teoria economica dell'agency e il diritto: prime riflessioni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2001, p. 607 ss.

⁶²² R. LENER, *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente*, in E. GABRIELLI e R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011, p. 313. Proprio sulla normalità, G. ROSSI, *Il gioco delle regole*, cit., p. 14 s., opina che la patologia dei rapporti finanziari pervade irrimediabilmente i meccanismi del capitalismo avanzato. Proprio il concepire il conflitto di interessi come "normalità" con cui convivere e non contro cui combattere, secondo l'a., starebbe trasformando il mondo in cui viviamo assegnandoli una fisionomia nuova e permeerebbe economia, finanza, mercato, politica e persino il costume.

⁶²³ Di conflitto di interessi come «risultante naturale della tendenza di ciascuno a massimizzare la propria utilità» parla U. MATTEI, *op.cit.*, p. 249.

⁶²⁴ O ancora, «where a party to a transaction could potentially make a direct gain by taking actions that affect the other party adversely» (H. MEHRAN e R.M. STULZ, *The economics of conflicts of interest in financial institution*, in *Fisher college of business working paper series*, 2006, p. 3).

il rapporto sulla fiducia di quest'ultimo a che l'intermediario eserciti la sua discrezionalità per tutelare l'interesse del primo, si realizzerà il conflitto ogni qualvolta il secondo abuserà di tale discrezionalità, violando il dovere di lealtà e ricavando una utilità altrà. Ossia, causando una lesione antigiuridica agli interessi del cliente.

Tutte le definizioni riportate hanno in comune due elementi. Il primo è la visione non di situazione o di azione, ma tendenzialmente "pragmatica", concreta, del conflitto di interessi che viene inteso come "risultato dell'azione", cioè come abuso. Il conflitto di interessi non è mero pericolo riscontrato in termini astratti e ipotetici bensì è valutazione dell'opportunità di poter sfruttare il proprio "vantaggio di posizione" e compimento della conseguente azione⁶²⁵.

Il secondo è l'osservazione del fenomeno assumendo la univoca prospettiva del *detrimental conflict of interest*, inteso come situazione di conflitto in cui l'interesse dell'intermediario è in contrasto con quello del cliente, e il perseguimento del primo genera inderogabilmente un pregiudizio al secondo, contrapposta alla recessiva ipotesi di interessi concorrenti, ossia la condizione in cui il perseguimento di un interesse altro rispetto al proprio non è pregiudizievole per il cliente. Quest'ultima potrebbe, all'apparenza, sembrare una soluzione più idonea perché allarga i confini della tutela del cliente e migliora il suo rapporto di fiducia con l'intermediario⁶²⁶. Tuttavia, non viene considerata dalla attuale disciplina in quanto l'assenza di un pregiudizio antigiuridico anche solo potenziale in capo al cliente

Così anche in Italia, Trib. Piacenza 30 novembre 2010, *ilcaso.it*: «Il conflitto di interessi si sostanzia nella divergenza tra l'interesse generale al buon andamento del mercato ed alla efficiente allocazione degli strumenti finanziari - che si concreta nel singolo caso nell'interesse dell'investitore ad ottenere il miglior risultato possibile - e l'interesse particolare ed individuale dell'intermediario a far fronte alla propria situazione particolare. Per questi motivi il conflitto di interessi, per avere una tale portata distorsiva dei meccanismi razionali del mercato e delle scelte degli operatori, deve essere necessariamente attuale (e non meramente potenziale) e riguardare lo specifico strumento finanziario oggetto di negoziazione».

⁶²⁵ La dottrina, infatti, distingue tra conflitto di interesse come situazione, come azione, come risultato dell'azione o abuso vero e proprio a seconda che la disciplina si occupi della mera condizione psicologica dell'agent, dell'azione abusiva e potenzialmente dannosa o del risultato dannoso da essa provocato (D. MAFFEIS, *Il conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., p. 10; spiega in profondità i tre profili F. FIORDIPONTI, *op.cit.*, p. 27 ss.). *Contra*, A. DI AMATO, *op.cit.*, p. 47, che invita a non confondere la situazione teorica con l'abuso vero e proprio, la condizione psicologica con il conflitto come «ragione ispiratrice dell'azione dell'intermediario». Prima di lui C. DONISI, *Il contratto con sé stesso*, Napoli, 1982, p. 140, che il conflitto di interessi è una posizione di «dissidio e si risolve in una situazione, l'abuso di rappresentanza, consistendo in una deviazione dall'esercizio del relativo potere della istituzionale finalità per cui viene conferito, ossia del perseguimento dell'interesse alieno, si atteggia, all'opposto, a vicenda. Ne consegue che mentre il primo si rileva un concetto eminentemente statico, la seconda, sostanziandosi in una attività (sia pure abnorme) appare una nozione essenzialmente dinamica».

⁶²⁶ Così A. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in GRANELLI e STELLA (a cura di), *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione e di rappresentanza*, Atti del Convegno, Pavia, 2007, p. 50. G. GOBBO, *I conflitti di interessi nelle prestazioni dei servizi di investimento: l'ordinamento tedesco*, in *Giur. comm.*, 2007, p. 427, riporta la teoria tedesca, terza rispetto alle due nella quale si parla di «conflitti idonei a dar luogo ad una manipolazione».

comporterebbe un eccesso di tutela, e per di più inutile⁶²⁷. La prima soluzione, inoltre, ricalca quanto delineato dall'art. 1394 c.c. la quale si dà per pacifico che abbia riguardo al pericolo di danno⁶²⁸.

Le considerazioni fin qui esposte trovano riscontro nella copiosa normativa attuale la quale passa dalla “penna del civilista”, che guarda al momento della contrattazione individuale pretendendo di risolvere il problema *uti singuli*, alla penna dell'azionalista che, in un'ottica macroeconomica, permette all'intermediario, date alcune condizioni di *disclosure*, di operare anche in conflitto di interessi, assorbe l'idea di un conflitto di interesse intrinseco che deve essere individuato, gestito e solo quando possibile, evitato⁶²⁹. L'art. 23, comma 1 e 2, MIFID II⁶³⁰ riporta gli obblighi di organizzazione e di comportamento, individuando il criterio minimo per l'identificazione dei conflitti di interesse; così come l'art. 33 reg. (UE) 2017/565 elenca le cinque ipotesi più comuni di potenziale conflitto di interessi. Si parla di “potenziale” perché il legislatore stabilisce che sia sufficiente una condotta potenzialmente idonea a procurare una perdita nel patrimonio o un guadagno minore però, allo stesso tempo, concreta⁶³¹.

La medesima normativa è stata aggiornata con l'avvento delle preferenze di sostenibilità.

Vi è da premettere che, allo stato attuale, la fase di innesto dei fattori ESG nelle politiche di gestione dei conflitti di interesse è probabilmente la meno studiata dalla dottrina (ignorata dalla giurisprudenza), nonostante, come già affermato, il problema non possa essere evitato, perché connaturato allo svolgimento di attività finanziarie.

La normativa è scarsa e lacunosa, al punto che la stessa ESMA, nell'ultima “*Call for Evidence on sustainability in suitability and product governance*” ha espressamente chiesto ai partecipanti di indicare quali fattispecie di conflitti di interesse hanno incontrato nei servizi di investimenti sostenibili e quali

⁶²⁷ M. DE POLI, *op.cit.*, p. 468 ss., che conclude come sia eccessivo tenere di conto anche la mera concorrenza che aumenterebbe la macchinosità del sistema e gli obblighi informativi conseguenti, inoltre allarmerebbe il cliente per interessi ulteriori che non lo danneggiano, con la conseguenza che la sua attività verrebbe compromessa da timori infondati.

⁶²⁸ G. VISINTINI, sub. Art. 1394, *Della rappresentanza (art. 1387-1400)*, in *Comm- cod. civ.* Scialoja-Branca, Bologna-Roma, 1993, p. 270.

⁶²⁹ «La Mifid I e la Mifid II, si pongano in una sostanziale linea di continuità, dovendosi rilevare come, in tema di conflitti di interesse degli intermediari finanziari, la seconda direttiva abbia innovato il quadro normativo esplicitando che le situazioni di conflitto devono essere non solo identificate e gestite, bensì anche, per quanto possibile, evitate, laddove nel vigore della disciplina precedente il riferimento era solo alla gestione di tali situazioni e non alla loro prevenzione». Sul punto cfr., F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 1100 ss.

⁶³⁰ Nella normativa nazionale italiana, l'art. 21 t.u.f. riporta pedissequamente il dettato dell'art. 23 MIFID II, specificato dagli artt. 92 e 93 del reg. intermediari. In Spagna, è il *Real Decreto* n. 813/2023, all'art. 115, a riprendere il dettato della direttiva; la *Ley de Mercado de Valores* (17 marzo 2023, n. 6), invece, si occupa di dettare le politiche di individuazione, gestione e controllo dei conflitti di interesse nell'operato dei vari protagonisti del mercato [art. 198 o art. 213, si occupa de las *remuneraciones (inducement)*].

⁶³¹ Come giustamente sostiene A. DI AMATO, *op.cit.*, p. 114 s., una soluzione diversa, che ammettesse solo la responsabilità per condotte abusive di danno vero e proprio, salverebbe l'intermediario infedele nei casi in cui il suo atteggiamento, pur essendo frutto di approfittamento della situazione di conflitto, non genera lesioni al patrimonio del cliente per pura casualità. Sulla definizione di “concretezza”, invece, opera la giurisprudenza (App. Napoli, 24 gennaio 2018, n. 381, in *DeJure*, che parla di “situazione specifica” di conflitto di interesse [...] data dalla incompatibilità obiettiva dell'interesse dell'intermediario con quello del cliente [...] ciò che va valutata è la posizione in cui l'intermediario si trova rispetto alla singola operazione).

misure, a loro parere, dovrebbero essere prese dagli enti per evitare danni agli interessi della clientela⁶³². Ciò anche a seguito del mancato recepimento da parte del regolamento delegato dei suggerimenti che la stessa autorità aveva espresso nel merito durante la consulenza tecnica alla Commissione UE, nei quali si apportavano esempi interessanti di come le preferenze ESG potrebbero essere utilizzate per danneggiare i clienti. Oltre al consiglio di prevedere uno specifico “considerando” sul tema (con un approccio comunque *soft*, dato che non si propone l’introduzione di un vero e proprio articolo), Esma consigliava di porre l’attenzione su alcune situazioni quali: 1) l’uso di considerazioni ESG per vendere prodotti propri o più costosi⁶³³; si pensi all’ipotesi in cui il cliente è neutro rispetto alla sostenibilità e viene indirizzato verso prodotti ESG solo perché più remunerativi per l’intermediario; 2) l’uso di considerazioni ESG per generare un flusso eccessivo di transazioni attive e passive nel portafoglio titoli del cliente, senza vantaggio per quest’ultimo ma al solo scopo di generare alti costi commissionali a suo carico (c.d. *churning* o torsione)⁶³⁴; si sa, infatti, che la valutazione di adeguatezza deve essere effettuata periodicamente per verificare se gli investimenti ancora rispondono alle esigenze ed agli obiettivi del cliente. Ebbene, si pensi alla situazione di servizio di gestione del portafoglio, in cui la discrezionalità è molto alta ed il cliente deve necessariamente lasciare libertà all’intermediario per le attività da compiere in suo conto, ed alle cd. “commissioni di movimentazione o operative” addebitate al cliente in ragione del numero e/o del controvalore delle operazioni disposte dall’intermediario per conto del gestito. E ora, si pensi al cliente che ha dettato le sue preferenze di sostenibilità stabilendo solo la percentuale di investimenti sostenibili che devono essere presenti nel portafoglio, lasciando la scelta degli stessi all’intermediario il quale effettua operazioni di *trading*, acquista e vende strumenti parimenti adeguati al profilo del cliente solo per generare movimentazioni, senza migliorare né il rendimento, né apportare migliorie al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità⁶³⁵; 3) l’uso di dichiarazioni false da parte delle imprese emittenti strumenti finanziari sostenibili (falsa rappresentazione di strategie e prodotti conformi alle preferenze di sostenibilità laddove non lo sono: *greenwashing* e *socialwashing*) che tradiscono

⁶³² ESMA, *Call for evidence On the integration of sustainability preferences in the suitability assessment and product governance arrangements*, 16 giugno 2023, sino a settembre 2023 (disponibile al sito esma.europa.eu), p. 8, domanda Q1.

⁶³³ In effetti, gli studi sul *market pricing* di una particolare categoria di strumenti, quali i *green bond*, evidenziano la presenza frequente del cd. “*greenium*”, ossia di un prezzo aggiuntivo (*price premium*) gravante sugli stessi, se messi a confronto con altri titoli dalle caratteristiche simili ma privi di quella che, alcuni, definiscono “*clausola green*” (G. IERMANO, *op.cit.*, p. 126). Quanto agli studi citati, C. CHEONG, J. CHOI, *Green bond: a survey*, settembre 2020, in emerald.com/insight/2713-6647.htm, e C. PARTRIDGE, F. MEDDA, *Green premium in the primary and secondary US municipal bond markets*, Working Paper, 2018.

⁶³⁴ ESMA, *On integrating sustainability risks and factors in MiFID II*, Consultation Paper, 19 December 2018 | ESMA35-43-1210, par. 13, p. 10; ESMA, *ESMA’s technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II*, Final Report, 30 April 2019 | ESMA35-43-1737, parr. 27 e 30, p. 14 s. Questa preoccupazione è condivisa anche da EIOPA, nel contesto della distribuzione assicurativa: EIOPA, *EIOPA’s Technical Advice on the integration of sustainability risks and factors in the delegated acts under Solvency II and IDD*, EIOPA-BoS19/172, 30 April 2019, par. 154, p. 32 s.

⁶³⁵ App. Torino, 3 maggio 2006, in Soc. 2007, p. 7111, sul tema, in generale.

totalmente l'interesse sostenibile del cliente perché, già in principio non hanno avuto intenzione di perseguirlo bensì di accaparrarsi nuove fette di mercato sfruttando le tendenze ecologiste e di *welfare*.

L'integrazione del tema, invece, è avvenuta con una modalità più blanda e generica, limitandosi lo stesso legislatore a riportare le solite cinque ipotesi presuntive di conflitto di interessi⁶³⁶ e a richiedere alle imprese di investimento di includere nella valutazione gestionale «i conflitti di interesse che possono insorgere a seguito dell'integrazione delle preferenze di sostenibilità del cliente, al fine di mantenere un livello elevato di tutela degli investitori» (Considerando n. 4).

La normativa, quindi, integra le preferenze di sostenibilità solo nella fase di “identificazione” dei conflitti, lasciando a ciascun ente l'individuazione delle singole fattispecie, e lo esplicita con l'introduzione nell'art. 33 reg. 2017– a mezzo del regolamento delegato (punto n. 4) – tra i criteri minimi per determinare i conflitti di interesse che possono insorgere al momento della fornitura del servizio di investimento anche quelli connessi alle preferenze di sostenibilità⁶³⁷. Un primo passo per indurre le imprese ad inserire nella loro *governance* informazioni relative alle modalità con cui identificano e gestiscono conflitti dovuti all'integrazione dei fattori ESG. Ne consegue che anche la mancata o insufficiente indicazione delle situazioni di conflitto di questo tipo comporterebbero violazione di regole di condotta.

Esistono, tuttavia, evidenti criticità.

In primo luogo, non si comprende perché la stessa regolamentazione sul conflitto di interessi da fattori ESG nel mercato finanziario è stata relegata alla mera fase identificativa quando, al contrario, per le attività di distribuzione relative a prodotti di investimento a base assicurativa, il regime viene modificato nella fase di “gestione”. Le politiche sui conflitti di interesse degli intermediari assicurativi e delle imprese devono trattare esplicitamente le preferenze di sostenibilità: nel valutare il danno agli interessi del cliente come conseguenza di un conflitto di interessi, gli intermediari assicurativi e le imprese devono tenere esplicitamente conto dei danni alle preferenze di sostenibilità del cliente. Per quanto riguarda la prima fase, “identificazione”, il regolamento di modifica chiarisce, nel considerando 5, che gli intermediari assicurativi e le imprese di assicurazione devono identificare qualsiasi conflitto di interessi che possa sorgere in relazione a fattori di sostenibilità e nel corso di qualsiasi attività di

⁶³⁶ Che, per inciso, sono: «1) che l'impresa, il soggetto o la persona realizzino un guadagno finanziario o evitino una perdita finanziaria a spese del cliente; 2) l'impresa, il soggetto o la persona hanno nel risultato del servizio prestato al cliente o dell'operazione realizzata per suo conto un interesse distinto da quello del cliente; 3) l'impresa, il soggetto o la persona hanno un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare gli interessi di un altro cliente o gruppo di clienti rispetto a quelli del cliente interessato; 4) l'impresa, il soggetto o la persona svolgono la stessa attività del cliente; 5) l'impresa, il soggetto o la persona ricevono o riceveranno da una persona diversa dal cliente un incentivo in relazione con il servizio prestato al cliente, sotto forma di benefici monetari o non monetari o di servizi». Per tutte le ipotesi giurisprudenziali emerse nell'ordinamento italiano si veda A. DI AMATO, *op.cit.*, p. 31 ss.

⁶³⁷ La norma è stata semplicemente recepita a livello nazionale attraverso il rinvio all'art. 33 che, attualmente, comprende anche le preferenze di sostenibilità. Si cita il regolamento intermediari CONSOB, parte III, “Conflitti di interesse”, art. 92, comma 3, e *Real Decreto 813/2023, de 8 de noviembre, Sección 1*, art. 115, par. 3.

distribuzione di prodotti di investimento basati sulle assicurazioni, non solo nei casi in cui i clienti li abbiano informati delle loro preferenze in materia di sostenibilità.

Vi è dunque una differenza di approccio inspiegabile, più capillare nel secondo caso, nonostante anche nel mercato assicurativo sia accaduto lo stesso che nel mercato finanziario puro: nel suo parere tecnico, l'EIOPA aveva suggerito di includere nel considerando una serie di esempi non esaustivi di considerazioni ESG nell'identificazione dei conflitti di interesse, tra cui le strutture di remunerazione e incentivazione per i gestori patrimoniali esterni e i consulenti *proxy*, nonché i sistemi di remunerazione e incentivazione per promuovere la distribuzione di prodotti ESG o per raggiungere specifici obiettivi di sostenibilità dell'impresa di assicurazione e che sono diversi dalle preferenze ESG del mercato di riferimento. Il considerando finale, tuttavia, non menziona questi esempi⁶³⁸.

In secondo luogo, v'è chi⁶³⁹ ha fatto notare che la disciplina così costruita si occupa solo di una faccia del conflitto, ossia quella che annovera gli interessi di sostenibilità tra quelli che potrebbero venir lesi senza invece tenere conto di situazioni che potrebbero essere potenzialmente dannose per l'interesse economico del cliente dovute alla distribuzione di: 1) investimenti in società che adottano pratiche sostenibili in tutti e tre i punti ESG; 2) strumenti finanziari che rappresentano investimenti sostenibili. Ovvero situazioni in cui la potenziale lesione dell'interesse del cliente deriva dalla connessione dell'intermediario con la società che presenta tali caratteristiche sostenibili. Un'ipotesi in cui si potrebbe presentare un investimento al cliente che risponde alle sue preferenze di sostenibilità ma non attua il miglior interesse possibile per lo stesso⁶⁴⁰. Si ritorna al punto di partenza sulla possibile gerarchizzazione dei due interessi, patrimoniale e non.

⁶³⁸ Per la normativa a cui si è fatto riferimento: EIOPA, *Technical Advice* (EIOPA-BoS-19/172, 30 aprile 2019), a 33, con la proposta di introdurre un nuovo considerando 3 (*bis*) nel Regolamento delegato (UE) 2017/2359 sulla IDD; Considerando n. 5 del Regolamento delegato della Commissione che modifica il Regolamento delegato IDD (UE) 2017/2358 e il Regolamento delegato IDD (UE) 2017/2359 (Rif. Ares(2020)2955230, 8 giugno 2020); Considerando n. 5 del Regolamento delegato della Commissione che modifica il Regolamento delegato IDD (UE) 2017/2358 e il Regolamento delegato IDD (UE) 2017/2359 (Rif. Ares(2020)2955230, 8 giugno 2020).

⁶³⁹ M.E. SALERNO, *op.cit.*, p. 81.

⁶⁴⁰ Sul concetto di come adempiere al perseguimento del "miglior interesse possibile" si potrebbe, tuttavia, aprire un dibattito. Nonostante l'art. 21 t.u.f. preveda proprio il «servire al meglio l'interesse del cliente», a ciò non consegue, neanche in caso di consulenza indipendente, l'obbligo per l'intermediario di offrire l'intera gamma di opportunità di investimento presente sul mercato, bensì il miglior investimento presente nel suo paniere (così L. ENRIQUES, M. GARGANTINI, *The expanding boundaries of MIFID's duty to act in the client's best interest: the Italian case*, in *The Italian law journal*, 2017, p. 297). Per tale ragione, nel caso in cui l'investimento intermediato abbia superato il test di adeguatezza eppure si sia rivelato essere non la miglior opzione disponibile, stante la scelta in suo favore da parte dell'intermediario in conflitto di interessi, a fronte di investimenti più redditizi, si potrebbe ritenere non configurabile l'abuso. Ciò in quanto l'obbligo di diligenza che presidia la prestazione dell'intermediario va letto come obbligo di porre in essere una prestazione che rispetti i canoni di diligenza professionale (art. 1176 c.c.) e non come obbligo di effettuare la migliore operazione di investimento possibile in un dato momento. Tuttavia, è altresì vero che una condotta di approfittamento lede l'obbligo di correttezza della MIFID II. La soluzione si rinverrebbe, pertanto, nella clausola di buona fede quale «criterio oggettivo e flessibile di comportamento che deve informare la condotta dell'intermediario finanziario, il cui contenuto può essere verificato solo *ex post*, sulla base di un'indagine degli interessi di riferimento e delle caratteristiche della fattispecie» (F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., p. 160 s.).

Meraviglia davvero la facilità con cui il tema è stato liquidato dal legislatore europeo, stante la centralità che assume nel rapporto intermediario-cliente. Come si è dimostrato, il conflitto di interessi è connaturato agli investimenti sostenibili nei quali, nella medesima persona, ovvero l'investitore, convivono l'interesse egoistico-patrimoniale e l'interesse socio-ambientale. Una volta che nell'equazione si introduce un terzo soggetto, ovvero l'intermediario che deve prendere atto delle ulteriori preferenze di sostenibilità del cliente, è altamente probabile che da conflitto a due si passi ad un conflitto a tre fattori, in cui interviene anche l'interesse dell'intermediario stesso.

Il tema, in parte, è stato già toccato nella valutazione di adeguatezza a cui è direttamente correlato, stante la sua funzione di filtro a investimenti non coerenti col profilo del cliente. La discrezionalità di cui gode l'intermediario, soprattutto nel servizio di gestione del portafoglio, difficilmente contestabile dal cliente a causa della ineliminabile asimmetria negoziale (informativa e cognitiva) e della chiara posizione di forza del primo, potrebbe generare in quest'ultimo una condotta di approfittamento. Si pensi, solo in via esemplificativa, alla situazione molto comune in cui gli intermediari che prestano servizi di gestione o consulenza indipendente (a elevato contenuto fiduciario)⁶⁴¹ vengono allettati dall'erogazione di *inducements* (benefici) promessi da imprese “brown” e manipolino le informazioni ricevute dal cliente per reindirizzarlo verso investimenti di breve periodo che massimizzano il profitto investendo in attività lontane da qualsivoglia sostenibilità, facendogli credere che non esistono prodotti *green* aderenti al suo profilo finanziario (o sostenibile).

Nel merito, la valutazione di impatto condotta dalla Commissione Ue come studio della proposta di direttiva *Omnibus* (2023/0167/UE) suggeriva l'abolizione totale di tutte le forme di incentivi, misura più efficace per eliminare o ridurre sensibilmente i potenziali conflitti di interessi, in quanto agirebbe su un'importante fonte di pregiudizio per i consumatori. Proposta che viene, in detti termini, abortita per via degli «impatti significativi e improvvisi sui sistemi di distribuzione esistenti, con conseguenze difficili da prevedere»⁶⁴².

Oltretutto, si fa riferimento a strumenti finanziari dove l'alea è ancora più alta del normale al pari della discrezionalità dell'intermediario, in quanto l'esito “non patrimoniale” dell'investimento o non è

Inoltre, la proposta di direttiva *omnibus* (2023/0167) uniforma la modalità di agire nel miglior interesse del cliente stabilendo che «i consulenti dovrebbero, una volta individuati gli strumenti idonei per il cliente, raccomandargli il prodotto più efficiente in termini di costi fra una gamma di prodotti analoghi, consigliando altresì, sistematicamente almeno un prodotto privo delle caratteristiche che potrebbero risultare non necessarie per il conseguimento dell'obiettivo di investimento del cliente, in modo che agli investitori al dettaglio siano prospettate anche opzioni alternative, eventualmente più economiche» (Considerando n. 6).

⁶⁴¹ F. ZUNZUNEGUI, *Remedios contractuales a la mala conducta bancaria*, in *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, 2021, p. 28, segnala che «la gestión de carteras y el asesoramiento constituyen contratos de especial peligrosidad, en los que el cliente se pone en manos del gestor o se deja llevar de la opinión del asesor» e precisa che «Fiduciario» è inteso «como relación de confianza en la que el cliente se pone en manos del profesional, no en el sentido del «trust» anglosajón» (J. GARRIGUES, *Negocios fiduciarios en el derecho mercantil*, Madrid, 2016).

⁶⁴² Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio, cit., p. 9.

ben definito, in quanto ci si limita semplicemente a investire in attività che promuovono la sostenibilità, non essendo chiaro quale effettivamente sia il risultato a cui le stesse puntano e su cui vagliare la riuscita o meno della messa a frutto del capitale raccolto; oppure, molto spesso, negli investimenti ad impatto è condizionato da accadimenti futuri e imponderabili, legati alla “risposta umana” e non solo (variabili esterne), che potrebbero smentire (nel bene o nel male) le valutazioni sulla base delle quali l’intermediario abbia compiuto la scelta di investimento in favore del cliente⁶⁴³. Tenendo di conto, altresì, della poca attendibilità di cui gode, tutt’ora, l’informazione non finanziaria, e dell’assenza di standardizzazione che impedisce alle stesse Autorità un effettivo controllo sulla stessa, che pregiudicano la trasparenza e la correttezza dei contenuti del servizio e rendono molto difficile il monitoraggio e la misurazione dell’eventuale impatto positivo⁶⁴⁴.

Su quest’ultimo punto, si pensi al caso più eclatante di convivenza tra interesse patrimoniale e utilità sociale, il *social impact bond*, del cui funzionamento già si è detto. Come noto la remunerazione dell’investimento dipende dal raggiungimento dell’impatto sociale prestabilito. L’erogatore del servizio, quindi, sarebbe incentivato ad orientarsi verso fenomeni di *cherry picking*, ovvero a massimizzare gli obiettivi numerici stabiliti al costo dello snaturamento del progetto iniziale, ovvero selezionando programmi in cui risulta più semplice raggiungere il risultato prestabilito (*adverse selection*), per via di una scelta, a monte, di target di beneficiari più “promettenti” dal lato economico. L’intermediario che seleziona e monitora il progetto, e che viene retribuito per collocare le obbligazioni sul mercato, conosce la reale intenzione dell’ente erogatore ma ha interesse a “vendere il prodotto”. Sa che il progetto, così come descritto, non avrà un impatto sostanziale e, ciò nondimeno, sfrutta l’impossibilità congenita del cliente di valutare la probabilità di successo dello stesso ed *ex-post* di controllarne la riuscita. Lo strumento viene venduto, il risultato solo formalmente raggiunto, l’investitore viene remunerato, al pari dell’intermediario e dell’erogatore del servizio; l’interesse alla sostenibilità sociale viene leso, così come i vantaggi promessi ai soggetti terzi beneficiari. Si opera in conflitto di interessi però, apparentemente, non si pregiudica il “patrimonio” del cliente ma solo le sue preferenze di sostenibilità.

Queste sono tutte situazioni, meramente esemplificative, che avvantaggerebbero (perché giustificerebbero) l’intermediario in ipotesi di “tradimento” delle preferenze di sostenibilità del cliente

⁶⁴³ A. NICITA, V. SCOPPA, *Economia dei contratti*, Roma, 2005, p. 39, osservano che, come nel contratto di mezzadria, in cui l’agricoltore è remunerato sulla base del raccolto, quest’ultimo dipende dalle condizioni meteorologiche, dalla qualità delle sementi etc., ossia da variabili su cui non si ha controllo, così i manager contribuiscono a creare i profitti dell’impresa i quali, però, dipendono anche dalla domanda dei consumatori, dal comportamento dei concorrenti, dal livello di tecnologia.

⁶⁴⁴ Si è detto dei *social impact bond* che «Il principale “investitore” ha l’obiettivo di ottenere il massimo rendimento possibile al minimo costo. Tale rendimento deve includere un aspetto economico e uno sociale. Si deve pertanto trattare di un investitore orientato al sociale. L’investitore tuttavia ex ante sopporta tutto il rischio economico non essendo in grado di valutare la probabilità di successo del progetto finanziato ed ex-post non ha alcun controllo sul progetto finanziato. Date le difficoltà nello stabilire le probabilità di successo in termini sociali del progetto, l’investitore sarà riluttante a stipulare un contratto» (R. BARONE, *Impact investing e ruolo della pubblica amministrazione*, in C. MIGNONE, M. FRANCESCA, *Finanza sociale*, cit., p. 428 s.).

e che vanno limitate. E ciò in particolare nel caso in cui si voglia ricostruire la figura dell'intermediario nell'accezione di miglior alleato del legislatore per il perseguimento delle politiche economiche prescelte. Infatti, se ad esso va affidato il compito di chiara valenza pubblicistica di "guardiano dei mercati"⁶⁴⁵, ossia di tutela, più che dell'interesse individuale del cliente, dell'ordine pubblico e dell'efficienza del mercato⁶⁴⁶, e l'efficienza del mercato, la sua stabilità e la sua "sostenibilità" passano anche dal rispetto dell'orientamento del legislatore verso determinate politiche, di conseguenza potrebbe significare che l'intermediario si trasformi anche in "guardiano delle politiche economiche" perseguite dai mercati. Allora, occorre leggere l'art. 21 t.u.f. come mezzo per valutare l'operato dell'intermediario, il quale deve essere disincentivato nel perseguire condotte opportunistiche che ledono l'interesse, anche non patrimoniale, del cliente, annientano la sua fiducia nel mercato finanziario (creando situazioni di delusione generalizzata), e riducono la portata della transizione sostenibile, a cui il legislatore europeo mira. E ciò proprio in quanto, secondo questa lettura, si potrebbe affermare che quell'interesse del cliente, orientato alle preferenze di sostenibilità, sia un interesse indisponibile⁶⁴⁷, scollegato dalla volontà di questi e che, più che al singolo, appartenga alla collettività, intesa come mercato, come legislatore che incentiva politiche di economia reale, come terzo che beneficia dei servizi *welfare* e delle tutele ambientali apportate dalle imprese emittenti. L'interesse anche non patrimoniale, quindi, finirebbe per coincidere con l'interesse del sistema a che le risorse finanziarie siano gestite ed investite in maniera efficiente e, adesso, sostenibile, dagli intermediari.

6. Preferenze di sostenibilità. Il ruolo "civile" degli interessi in gioco.

Le precedenti riflessioni manifestano apertamente la complessità di un tema la cui disciplina non sistematica, i cui numerosi soggetti coinvolti e i differenti livelli di sostenibilità degli strumenti finanziari rendono difficoltoso ricondurre ad unità giuridica. Altrettanto problematica si presenta la qualifica dell'interesse alla sostenibilità, nella sua declinazione finanziaria di preferenze di sostenibilità, rispetto alle tradizionali categorie civilistiche. L'innesto "forzato" dello stesso da parte di una normativa ancora *in fieri*, in un mercato di per sé caratterizzato da elevato livello di tecnicismo e da propri valori qualificanti, permette per ora di avanzare solo alcune proposte, la cui correttezza potrebbe essere suscettibile di revisione alla luce dei successivi sviluppi.

⁶⁴⁵ D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, cit., p. 3.

⁶⁴⁶ «Le regole di comportamento delineate dalla disciplina esprimono concetti più ampi di quelli sottesi alle norme codicistiche, operando non soltanto nel quadro del rapporto obbligatorio con l'investitore per la tutela del soddisfacimento di un suo interesse, ma anche più in generale (e in via di principio) in relazione allo svolgimento dell'attività economica come canone di condotta volto a realizzare una leale competizione e a garantire l'integrità del mercato» (Trib. Firenze, 18 febbraio 2005, in *DeJure* e Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Giur. it.*, 2004, p. 2125).

⁶⁴⁷ Si rinvia a R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato*, cit., p. 470 s.; anche A.M. PACCES, *Financial intermediation in the securities markets. Law and economics of Conduct of business regulation*, in 20 *Int. l. rev. law and econ.*, 2000, p. 480, che attribuisce alla attività degli intermediario la capacità di canalizzare la liquidità in eccesso delle famiglie verso i mercati primari e secondari, concorrendo al finanziamento del sistema economico.

La pervasività della sostenibilità, riconosciuta nella sua importanza dalle politiche economiche europee e nazionali, consente di partire da due osservazioni.

Dato per assodato che l'interesse nel rapporto obbligatorio può assumere, per esplicita definizione codicistica, natura anche non patrimoniale, una volta che l'investitore si palesa favorevole al perseguimento di investimenti sostenibili, l'interesse di quest'ultimo, inteso quale ragione per agire nonché fondamento della situazione soggettiva, si colora di ulteriori elementi non patrimoniali di carattere etico, sociale o ambientale, che non possono essere ignorati al momento di valutare la liceità e la meritevolezza dell'operazione finanziaria⁶⁴⁸. Presupposto, quindi, è l'impossibilità di relegare la sostenibilità nel giuridicamente irrilevante, degradandola a «orpello accessorio»⁶⁴⁹ o, al più, ad una «sfumatura»⁶⁵⁰ come alcuni primi commentatori hanno suggerito.

Nel momento in cui l'investitore stipula un contratto di servizio con l'intermediario (di consulenza, gestione del portafoglio) etc., l'art. 37 del Reg. Intermediari dispone, tra gli elementi considerati necessari, di specificare i servizi forniti e le loro caratteristiche, indicando il contenuto delle prestazioni dovute e le tipologie di strumenti finanziari e di operazioni interessate. Se tra queste ultime sono presenti anche strumenti ESG, pare potersi immaginare che, a tutela di entrambe le parti, il contratto con il cliente relativo agli stessi debba contemplare un'enunciazione (magari, anche in parte mediante rinvio alla documentazione ESG precontrattuale) delle caratteristiche sostenibili del prodotto offerto. Ciò potrebbe essere indizio (anche se non prova) dell'ingresso di tali caratteristiche tra gli elementi essenziali del contratto finanziario.

Non è escluso, tuttavia, che l'elemento della sostenibilità possa non assumere rilievo cardine. I livelli di sostenibilità, infatti, variano a seconda che il prodotto “promuova” attività ambientali o sociali (art. 8 SFDR) o che il prodotto sia un prodotto “tematico” o “ad impatto” (art. 9 SFDR). Nella prima ipotesi si tratta di schemi di investimento che perseguono obiettivi finanziari e, nel fare ciò, considerano alcuni aspetti legati alla sostenibilità degli investimenti, senza però, in questo caso, che il prodotto si caratterizzi per essere sostenibile *in toto*. Il riferimento alla “promozione” di obiettivi sostenibili è talmente vago e generico che non pare caratterizzante⁶⁵¹, al punto da poter ipotizzare in capo al cliente un interesse, più

⁶⁴⁸ E. CATERINI, *Sostenibilità e ordinamento civile*, cit., p. 105, con riferimento ai contratti sostenibili, in cui la sostenibilità è funzione del contratto, statuisce che «la sintesi tra effetti essenziali e fatto concreto darà la giusta misura funzionale del singolo contratto, dalla quale si trarrà la misura della liceità e della meritevolezza dell'espressione volitiva delle parti».

⁶⁴⁹ Come definito provocatoriamente da A. ABATE, *La sostenibilità nella legislazione finanziaria: elemento essenziale del contratto di investimento o orpello accessorio?*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2023, p. 610.

⁶⁵⁰ Come sostenuto da M. ARRIGONI, *op.cit.*, p. 277 s., in quanto il legislatore stesso considera il rendimento e il rischio come elementi tipici dell'investimento, mentre la sostenibilità è una sua possibile (ma non necessaria) declinazione.

⁶⁵¹ Corrispondendo un poco all'idea (erronea, in questo caso) di chi, parlando di comitati, sostiene che l'oblatore non sia interessato allo scopo finale bensì esaurisca il suo interesse nel prestare i mezzi per raggiungerlo, consegnando il suo “obolo” (gettando la sua pietruzza nell'edificio della carità, F. FERRARA, *Recensione* al libro di F. BOLCHINI, *Le pubbliche sottoscrizioni nel diritto privato* (1905), in *Riv. it. sc. giur.*, 1905, p. 403).

che allo scopo in sé – che non è né definito né chiaro né puntuale –, a creare una delle condizioni di realizzazione dello stesso a mezzo del suo investimento, a supporto dell’idea che si tratti di un mero “elemento accessorio”⁶⁵².

Nel secondo caso la situazione cambia notevolmente. Gli investitori *impact first*, infatti, cercano di coniugare un’alta percentuale di effetti sociali o ambientali (obiettivo primario) con una gamma di rendimenti che vanno dalla semplice protezione del capitale a prestabilite soglie di redditività (alle volte anche inferiori a quelle che il mercato assegna ad investimenti ad alto rischio), in un nesso patrimonialità/sostenibilità che non è meramente eventuale, bensì «necessario ed indissolubile»⁶⁵³. In questo secondo caso, che si tratti di acquisto di un singolo strumento o che si decida di creare un portafoglio totalmente orientato ad asset sostenibili, l’impatto sociale o ambientale viene promesso, deve essere misurabile, ed è “dentro” il prodotto finanziario, incidendo sulla disciplina applicabile al rapporto di investimento. La “clausola” di sostenibilità (clausola ecologica o sociale) degli strumenti non è solo “limite”⁶⁵⁴ nella scelta iniziale di investimento orientata dall’intermediario, bensì è clausola di scopo, inserita dall’emittente in una obbligazione comune (*green o social bond*) con la quale assume volontariamente l’obbligo di destinare i proventi dell’investimento ad un obiettivo determinato, piegando le somme verso una direzione teleologica prestabilita⁶⁵⁵, ovvero alla realizzazione di un

⁶⁵² A. ABATE, *op.cit.*, p. 620: «questa tipologia di prodotti non viene «snaturata» dalla ricerca di investimenti sostenibili ma si limita nel quadro delle caratteristiche essenziali del prodotto ad introdurre limitati presidi a tutela dell’ambiente e del sociale tra l’altro circoscritti a soltanto una parte del portafoglio».

⁶⁵³ Cosí, M. PENNASILICO, *Sviluppo sostenibile e “contratto ecologico”*, cit., p. 303, parlando del contratto ecologico. L’analisi “ecologica” del contratto e, più in generale, l’esperienza giuridica contemporanea pongono in evidenza che la categoria del contratto, tradizionalmente ancorata al ruolo di accordo patrimoniale, «è ormai da concepire come un modello aperto, elastico, fisiologicamente funzionale alla realizzazione di interessi anche di natura non patrimoniale».

⁶⁵⁴ «La ricerca del profitto del gestore venga quantomeno limitata dall’esigenza di garantire la totale devoluzione del portafoglio in asset sostenibili [...] Se si guarda alla prassi, infatti, nessun gestore di un prodotto sostenibile penserebbe di non dover temperare la ricerca del maggior utile possibile per l’investitore con l’ambizione, ad esempio, di ridurre l’impatto inquinante degli emittenti i titoli in cui il fondo investe [...] Se si guarda al fenomeno da questo punto di vista si potrebbe pensare di considerare le caratteristiche sostenibili di un OICR art. 9 come limiti di investimento e al pari degli altri limiti c.d. di portafoglio (ad esempio quelli per tipologia di investimento): ad avviso di chi scrive questa considerazione appare limitante in quanto non si tratta di un circoscritto limite all’investimento ma per gli «art. 9», appunto, di un elemento caratterizzante tutto il portafoglio e ancor prima le caratteristiche base del prodotto stesso individuate già in fase di creazione dello stesso» (A. ABATE, *op.cit.*, p. 621).

⁶⁵⁵ G. IERMANO, *op.cit.*, p. 123 s., come già detto, sostiene la esistenza di detta clausola di scopo assimilandola a figure come il mutuo di scopo, il *project financing* e il microcredito solidale, spiegando tuttavia per quali ragioni questi non possono essere assimilati del tutto ai suddetti istituti così come ai finanziamenti destinati ad uno specifico affare (art. 2447 *bis* c.c.). Tuttavia, si accoglie la concezione della clausola destinataria come cd. “direzione teleologica delle somme” tipica dei mutui di scopo (M. ZICCARDI, *Mutuo di scopo e mancata realizzazione del fine*, in *Rass. dir. civ.*, 2023, p. 593). Così anche E. GALLOC’H, *La finance se met au vert : les green bonds séduisent et se précisent*, in *actu-juridique.fr*, 28 luglio 2016, «celles-ci sont fondées sur une déclaration volontaire et un engagement unilatéral de l’emprunteur. Ces engagements n’ont qu’une vocation morale, éthique, et visent à informer les investisseurs sur le fond du projet». Tuttavia, sostiene che «il en ressort une obligation de résultat, mais qui encore une fois ne relève que d’une obligation formelle, morale, et pour cela,

impatto specifico che diviene vincolo intrinseco alla sua attività. Il “motivo”⁶⁵⁶ *green* o *social* dell’emissione, dunque, una volta portato all’attenzione del pubblico attraverso “dichiarazioni di intenti” (contenute nel cd. “prospetto” o “regolamento di emissione”) viene assorbito dall’interesse dell’investitore acquirente nelle sue preferenze di sostenibilità, andando a colorare, integrandola, la causa del contratto di investimento⁶⁵⁷. L’interesse al raggiungimento dell’obiettivo di impatto, oltre che quello remuneratorio diviene causa giustificativa dell’investimento del capitale. Nella poliedricità della nozione di causa rientra, infatti, altresì il suo utilizzo quale congegno per enfatizzare gli interessi cui l’atto è in concreto finalizzato, nonché strumento di rappresentazione e di protezione degli interessi individuali effettivi in gioco⁶⁵⁸.

il faut que les investisseurs puissent être protégés contre le dol, contre le greenwashing, cette pratique visant à rendre plus vert ce qui ne l’est pas dans un but marketing».

Il primo a parlarne fu M. FRAGALI, *Il mutuo di scopo*, cit., p. 471 ss., il quale affermò che la finalità è parte inseparabile dell’assetto di interessi e costituisce oggetto di una determinazione idonea a influenzare la funzione del negozio.

⁶⁵⁶ Come lo definisce G. IERMANO, *op. cit.*, p. 123, nota 19, che distingue le obbligazioni *green* dalle tradizionali per il motivo dell’emissione. Sul concetto giuridico di motivo si veda G. DEIANA, *Motivo nel diritto privato*, Napoli, 1987 (ristampa), p. 7, definito in breve come quegli «elementi psichici che precedono e determinano l’atto di volontà». L’A., sulla rilevanza esterna del motivo sostiene che, sino a quando un soggetto si limita ad enunciarlo, questo non può considerarsi elemento del negozio, rispondendo a chi riteneva sufficiente in tal senso che un individuo portasse a conoscenza dell’altra parte il motivo come elemento a cui dare forza vincolante (S. RUBINO, *La mancanza sopravvenuta del motivo espresso e determinante della disposizione testamentaria*, in *Riv. dir. priv.* 1938, p. 31).

⁶⁵⁷ M. PENNASILICO, “*Proprietà ambientale*” e “*contratto ecologico*”, in *Rass. dir. civ.*, 2018, p. 1285. Lo stesso ritiene E. CATERINI, *Sostenibilità e ordinamento civile*, cit., p. 86, il quale ritiene che delineare il contratto come “sostenibile” significhi «introiettare la intergenerazionalità del rapporto che scaturisce dai fatti giuridici». E che «la sostenibilità contrattuale declina per primo il tema della causa del contratto». A livello pubblico, perseguire lo sviluppo sostenibile comporta affiancare alla stabilità monetaria ed economica, quella sociale ed ambientale in un bilanciamento di interessi già noto ai rapporti tra privati. D. LENZI, *op. cit.*, p. 135 s., appoggia l’idea che gli interessi non finanziari alla generazione dell’impatto compenetrino la causa dello stesso. La loro rilevanza in concreto si manifesta nel regolamento di emissione «che disciplina le condizioni del rapporto e definisce programmaticamente modalità, misura e livello di incidenza della realizzazione dell’impatto sociale o ambientale. In base alla costruzione dello stesso, quindi, sarebbe possibile definire il grado di compenetrazione della finalità di impatto sociale o ambientale nella causa del contratto di sottoscrizione, caratterizzando così il profilo funzionale dello strumento finanziario, e verificare la rilevanza della destinazione nel caso concreto già sotto il profilo genetico del rapporto». F. BERTELLI, *Autonomia negoziale e iniziativa economica privata*, in *Riv. dir. impr.*, 2023, p. 511, sottolinea come l’arricchimento del contratto sotto il profilo causale non altera l’obiettivo economico per cui è concretamente utilizzato. Il profilo causale resta costante, andandosi a ampliare la sua funzione economico-sociale, rendendo l’operazione capace di veicolare risultati utili da punto di vista ambientale o sociale. Come sostiene M. GIANNINI, *op.cit.*, p. 694, l’interesse dell’investitore non si arresta alla sfera dei motivi bensì assume rilevanza giuridica. La realizzazione dello scopo, quindi, diviene una vera e propria obbligazione per il finanziato, al pari della classica restituzione del prestito.

D’altronde che il vincolo di destinazione delle somme ampliasse la causa era già stato affermato da Cass., 10 giugno 1981, n. 3752, in *Foro it.*, 1982, I, p. 1688, con nota di L. NIVARRA, *Il contratto di finanziamento tra codice e legislazione speciale*, in cui si afferma che nel sinallagma contrattuale la prestazione di scopo «ancor più che quella di interessi, assume rilievo corrispettivo dell’attribuzione della somma», al punto che lo scopo «assume, ancor più dell’obbligazione degli interessi, rilevanza compensativa e corrispettiva della consegna della somma» (M. GIANNINI, *op.cit.*, p. 705).

⁶⁵⁸ La poliedricità della causa, nella sua definizione e funzione, peraltro soggetta alle evoluzioni dell’ordinamento giuridico, è illustrata da ultimo in C. CACCAVALE, *Nozioni antagoniste della causa del contratto: interessi concreti e libertà di autodeterminazione*, in *Rass. dir. civ.*, 2023, p. 823 ss., ivi tutta la bibliografia classica

O, data la commistione concettuale che da sempre ha caratterizzato il rapporto causa/oggetto del contratto, si potrebbe dire che lo scopo, inteso come rappresentazione della finalità a cui lo strumento di investimento mira, colora l'oggetto del contratto⁶⁵⁹. Quando quest'ultimo è determinato tanto nell'attività quanto nel risultato (strumento *impact first*), l'interesse del cliente è soddisfatto al raggiungimento del risultato promesso. Quando vi è solo la promozione della sostenibilità è determinabile solo l'attività ed il contributo economico è collegato alla fase di gestione.

Se il prodotto tradisce la sostenibilità, quindi, si potrebbe sostenere che venga meno un elemento essenziale del rapporto, essendo di secondario rilievo la sua riconduzione alla causa o all'oggetto, stante la medesima conseguenza civilistica a cui il rapporto giuridico andrebbe incontro.

Più difficoltosa, invece, la ricostruzione delle preferenze di sostenibilità, non dal punto di vista dello strumento bensì del rapporto a cui accedono, quello tra intermediario e cliente. In primo luogo, perché già il solo contratto di investimento è di per sé, come detto, foriero di problematiche di natura definitoria, intendendosi, in questo contesto, come tale il contratto tra intermediari ed investitori in forza del quale il primo compie l'investimento per conto del secondo⁶⁶⁰, secondo una ricostruzione che parrebbe potersi ricondurre al mandato senza rappresentanza. In secondo luogo, perché all'interno di questa fattispecie si rinvencono differenti livelli di discrezionalità dell'intermediario. Tralasciando la mera esecuzione di ordini, in cui questi è, appunto, mero esecutore, una consulenza sull'acquisto di un singolo strumento o su asset interi non prevede la stessa discrezionalità della gestione di portafoglio.

Ci si dovrebbe chiedere, a questo punto, se l'esplicitazione delle preferenze di sostenibilità ai fini della valutazione di adeguatezza possa determinare la nascita di una pretesa in capo al cliente relativamente al corretto utilizzo dei fondi per il raggiungimento dell'impatto pubblicizzato. Se, inoltre,

tra cui *ex multis*, E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico* (1955), rist., Napoli, 1994, spec. p. 169 ss., e G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, spec. p. 345 ss.; lo stesso G. DEIANA, *op. cit.*, p. 22, cercando di distinguere tra motivo e causa, arriva alla conclusione che la rappresentazione della causa può essere, motivo o no della volontà, dipendendo dalla nozione che della stessa si accoglie. Conclude, tuttavia, sostenendo che la causa è una nozione appartenente al diritto, il motivo alla sfera psicologica. In Spagna, un noto giurista, chiosa icasticamente sostenendo che «la causa è la causa» (L.H. CLAVERIA GOSALBEZ, *La causa del contrato*, Zaragoza, 1998).

⁶⁵⁹ Come spiega E. GABRIELLI, *Il contratto e il suo oggetto nel diritto italiano*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2012, p. 23 ss. (interessante per il confronto sul tema con le definizioni di oggetto date nei Paesi latino-americani) e ID., *Storia e dogma dell'oggetto del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, p. 327 ss., ivi molta altra bibliografia, la tendenza a confondere le indicate nozioni è, del resto, da tempo presente nelle ricostruzioni degli interpreti al punto da giustificare, nella riflessione e attenzione della dottrina italiana un ruolo preminente alla causa, riducendo ai margini il concetto di oggetto (G.B. FERRI, *Il negozio giuridico*, Padova, 2004, p. 150). Sulla definizione e sui requisiti, possibilità, liceità, determinatezza e determinabilità, si veda G. VETTORI, *Contratto e rimedi*, Padova, 2021, p. 385 ss.

⁶⁶⁰ Contrapposti ai contratti sugli strumenti finanziari di cui consiste l'investimento (l. 216/1974). I contratti aventi ad oggetto i servizi dell'intermediario sono stati disciplinati per la prima volta in Italia dalla l. n. 1 del 1991. V. ROPPO, *Investimenti in valori mobiliari (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1986, p. 261 s., aveva suggerito la definizione di «contratto concluso da un investitore relativamente a valori mobiliari, che gli siano offerti nell'ambito di un'attività di sollecitazione del pubblico risparmio», definizione che G. ALPA, *Una nozione pericolosa: il contratto di investimento*, in AA. VV., *I valori mobiliari*, Padova, 1991, p. 393 s., aveva ritenuto, appunto, pericolosa.

gli stessi clienti abbiano diritto all'informazione ed al controllo sulla gestione del denaro investito. La scissione tra i due termini è di notevole importanza dato che l'apparente impossibilità, dovuta alla natura dell'attività dell'intermediario distributore, di intervenire con l'esecuzione forzata per garantire l'utilizzo coerente dei fondi, non esclude la permanenza del diritto all'informazione continua, tanto pervasiva nel mercato finanziario, né al controllo del comportamento dell'intermediario, soggetto a regole di organizzazione, condotta e gestione di conflitto di interessi.

All'intermediario, sempre, è richiesto di perseguire l'interesse del cliente corrispondente, in breve, al programma prefissato con questi in base alle sue esigenze, ai suoi obiettivi, e alla risultanza della valutazione di adeguatezza, sia sotto il profilo di rendimento che, attualmente, sotto il profilo di sostenibilità. Secondo l'*agency theory*, detto compito deve essere eseguito con la diligenza e la lealtà professionale data dalla natura e dalla posizione economica dell'intermediario, con riferimento al «complesso di comportamenti dovuti in relazione all'attività svolta, alle dichiarazioni rese e all'affidamento sulla loro veridicità che il cliente ragionevolmente ripone in conseguenza del ruolo ricoperto dal suo interlocutore»⁶⁶¹. Tuttavia, l'obbligazione dell'intermediario è, e resta, di mezzi e non di risultato⁶⁶². L'alea che caratterizza ampiamente i negozi di investimento non permette di trasformare il rendimento economico atteso né tantomeno gli obiettivi di sostenibilità in regola precettiva. Si dice, pertanto, che si genera una "aspettativa" di guadagno, di risultato finanziario in capo all'investitore. Ciò porta a pensare che, se la libertà della persona è tutelata attraverso le scelte negoziali che compie, quale fine ultimo delle regole che disciplinano il mercato, l'impegno alla sostenibilità promosso dagli strumenti finanziari, e garantito dall'intermediario, anche crei delle ragionevoli aspettative in capo al cliente. Là dove la parola "aspettativa" tuttavia potrebbe essere utilizzata in senso atecnico per indicare anche un vero e proprio diritto soggettivo di credito⁶⁶³ nei confronti dell'intermediario. Di certo, quella del cliente non è un'aspettativa di mero fatto, ossia la mera attesa di un'utilità⁶⁶⁴, sussistendo alla base

⁶⁶¹ F. BERTELLI, *I green claims tra diritti del consumatore e tutela della concorrenza*, in *Contr. impr.*, 2021, p. 300.

⁶⁶² Sulla perdurante distinzione tra obbligazione di mezzi e obbligazione di risultato, si veda P. GALLO, *Obbligazioni di mezzi e di risultato e allocazione del rischio*, in *Rass. dir. civ.*, 2023, p. 884 ss.; al contrario non potrebbe il legislatore *de jure condendo* imporre come un obbligo di risultato il fatto di ottenere un determinato vantaggio per l'investitore con l'investimento, stante il carattere della prestazione richiesta all'intermediario «occorrerebbe poi rilevare come la probabilità che si realizzi il profitto atteso evidentemente varia al variare della rischiosità del prodotto in cui l'investimento avviene ovvero è raccomandato con la conseguenza che occorrerebbe effettuare una specificazione rispetto al tipo di diligenza richiesta all'intermediario; occorre infatti considerare sia l'aleatorietà del risultato finanziario, come pure il fatto che la probabilità che si realizzi tale determinato è legata alla rischiosità del singolo strumento finanziario: al netto di eventi imprevedibili, minore è la rischiosità intrinseca del prodotto consigliato acquistato maggiore potrebbe essere l'aspettativa dell'investitore di ottenere il risultato prospettato» (A. ABATE, *op.cit.*, p. 617).

⁶⁶³ F. SBORDONE, *Diritti reali e di credito*, in G. BONILINI, M. CONFORTINI (a cura di), *Codice della proprietà e dei diritti immobiliari*, Milano, 2015, p. 34 ss.

⁶⁶⁴ Sulla distinzione tra aspettativa di mero fatto e aspettativa di diritto si veda R. SCOGNAMIGLIO, voce *Aspettativa di diritto*, in *Enc. dir.*, vol. III, 1958, p. 226 ss., per il quale «la aspettativa [di mero fatto] si risolve soprattutto nella situazione psicologica di chi attende il verificarsi di un evento (favorevole) che, alla stregua delle

un rapporto giuridico che implica delle obbligazioni in capo all'intermediario. Tuttavia, definirla come situazione soggettiva di diritto di credito o di aspettativa⁶⁶⁵ potrebbe essere gravoso in quanto la realizzazione dell'obiettivo di sostenibilità è connessa all'attività di un soggetto terzo su cui si investe. Se l'intermediario, oltre che distributore, fosse produttore o fosse obbligato per statuto a corrispondere il denaro raccolto a progetti sociali o ad attività di interesse generale, come ad esempio accade con gli Enti filantropici, si potrebbe sostenere che gli investitori abbiano un vero e proprio diritto di credito nei confronti degli stessi affinché il capitale venga destinato agli scopi promessi, generandosi viceversa un inadempimento dell'obbligazione del gestore. Il finanziamento agli enti del terzo settore, infatti, assumerebbe, nel sinallagma contrattuale, quasi la forma di un vero proprio corrispettivo della consegna della somma.

Si potrebbe pensare ad una tutela collettiva attraverso la disciplina delle pratiche commerciali scorrette in ipotesi di *disclaimers* sulla sostenibilità da parte delle imprese su cui si investe, per sanzionare la diffusione di informazioni di sostenibilità incomplete, non verificabili o mentitorie (*greenwashing* e *socialwashing*)⁶⁶⁶. In tal caso, si assiste alla nascita di una ragionevole aspettativa, nell'accezione giuridica del termine⁶⁶⁷, che impone che il professionista assuma su di sé il rischio dell'affidamento che la sua dichiarazione fa sorgere e la responsabilità per l'eventuale pregiudizio che comportamenti incoerenti con le dichiarazioni di sostenibilità divulgate arrecano alla posizione di chi ha agito confidando nel loro rispetto⁶⁶⁸. La sostenibilità raggiunta o perseguita, quindi, diviene

circostanze fino allora maturate, può ritenersi abbastanza probabile» e non ha nessuna rilevanza giuridica perché è mera speranza del verificarsi di un evento». M. ASTONE, *L'aspettativa e le tutele. Contributo agli effetti preliminari nelle situazioni di pendenza*, Napoli, 2006.

⁶⁶⁵ In effetti, la clausola di destinazione è stata da alcuni ricondotta all'istituto giuridico della "condizione", a cui l'aspettativa di diritto è legata a doppio filo, ed anche al *modus* (così E. SINOMETTO, *I contratti di credito*, Padova, 1994). Tuttavia, il *modus* è stato scartato in quanto riferibile solo ai negozi a titolo gratuito (E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, in *Trattato di diritto civile* di Vassalli, Torino, 1959, p. 551), così però anche la condizione dato che la stessa è riferibile agli effetti del contratto mentre il conseguimento dello scopo è oggetto di un obbligo.

⁶⁶⁶ F. BERTELLI, *op.ult.cit.*, p. 311 s., la quale correttamente osserva che: «Una volta radicata nella dottrina maggioritaria l'opinione secondo cui la buona fede deve essere considerata una clausola generale pervasiva, che si estende ben oltre la fase delle trattative ex art. 1337 c.c. ed opera in tutte le ipotesi in cui le sfere giuridiche di più soggetti entrano in relazione, dando vita ad autonomi obblighi di protezione che affondano le proprie radici nel dovere di solidarietà costituzionale, il suo richiamo rafforza la posizione degli stakeholders che hanno agito sul mercato anche in considerazione dei propri interessi etici ed ambientali [...] e ciò nel momento in cui si ammette che le dichiarazioni di sostenibilità soddisfano un interesse non patrimoniale che giustifica determinati comportamenti negoziali».

⁶⁶⁷ «Quale situazione di attesa accompagnata da diritti, poteri e obblighi, attribuiti in funzione conservativa di un interesse facente capo al soggetto che dalla fattispecie in formazione emerge già come titolare futuro di un diritto» (M. ASTONE, *op.ult.cit.*, p. 38). Di fatto, proprio detto concetto di aspettativa ha trovato riscontro in giurisprudenza, la dove la lesione di aspettative legittime si è ricollegata all'ampliamento dell'area della risarcibilità ed a una lettura evolutiva dell'art. 2043 c.c. quale clausola generale e aperta.

⁶⁶⁸ La questione è collegata al tema dell'obbligatorietà delle dichiarazioni unilaterali mediante le quali le imprese su cui si investe dimostrano di puntare alla sostenibilità. Al di là del luogo in cui vengono effettuate tale dichiarazioni (codice etico, *disclaimer* pubblicitari etc.), nel rinnovato quadro costituzionale in cui lo sviluppo sostenibile è principio ex art. 9, dette dichiarazioni divengono manifestazione di autonomia privata attraverso la

parametro di valutazione del comportamento secondo correttezza e buona fede dell'ente emittente che, come detto, assume *sua sponte* un preciso obbligo di condotta.

Tale risultato si può verificare concretamente nel primo modello di “finanza alternativa”, ossia nella compravendita dei cd. titoli di solidarietà, di cui si è già parlato, nei quali *ex lege* viene predisposto un obbligo a carico dell'intermediario emittente di impiegare l'intera somma raccolta per finanziare attività di interesse generale secondo l'art. 5 cod. terzo settore⁶⁶⁹, all'interno di un vero e proprio rapporto di credito tra il primo ed il cliente acquirente. In questo caso è abbastanza pacifico che la “clausola di scopo” prevista consista in un “atto dovuto” per il quale finanziato si obbliga a realizzare, attraverso la somma ottenuta, un determinato obiettivo, ulteriore rispetto alla restituzione del *tandundem*⁶⁷⁰; di conseguenza è previsto in capo allo stesso una forma di controllo che gli permetta di utilizzare la somma raccolta⁶⁷¹.

Il punto però è cosa possa essere recriminato all'intermediario distributore rispetto alla rispondenza o meno dell'operazione alle preferenze di sostenibilità, tenendo conto della discrezionalità in merito alle modalità con cui l'obiettivo sostenibile viene perseguito. A fronte di più opzioni percorribili per “il promittente”, dentro del *range* qualitativo dichiarato, la scelta è libera, la sindacabilità dei risultati (salvo palesi inadempimenti) è ardua⁶⁷².

Nei contratti di investimento il carattere dell'agire nell'interesse, e non solo per conto, dell'investitore è sancito all'art. 21 t.u.f. ed è coerente con il modello al quale si ispira la disciplina

categoria concettuale della promessa unilaterale e sono, di conseguenza, vincolanti (art. 1989 c.c.). Pertanto, la loro violazione genera responsabilità, la quale verrà valutata alla luce della disciplina delle pratiche commerciali scorrette a danno dei consumatori o di sleale concorrenza a danno dei competitors, senza tuttavia che si possa ancora affermare una legittimazione diffusa a ottenere l'esecuzione coattiva di tali condotte sostenibili promesse (F. BERTELLI, *op.ult.cit.*, p. 518 ss.).

⁶⁶⁹ Per comodità di lettura si riporta nuovamente l'art. 77 cod. terzo settore: «Gli emittenti, tenuto conto delle richieste di finanziamento pervenute dagli enti del Terzo settore e compatibilmente con le esigenze di rispetto delle regole di sana e prudente gestione bancaria, devono destinare una somma pari all'intera raccolta effettuata attraverso l'emissione dei titoli, al netto dell'eventuale erogazione liberale di cui al comma 5, ad impegni a favore degli enti del Terzo settore di cui al comma 1, per il finanziamento di iniziative di cui all'articolo 5 (...)».

⁶⁷⁰ È pacifica la sussistenza in capo al cliente acquirente di un vero e proprio interesse, giuridicamente apprezzabile, non patrimoniale, che giustifica altresì l'accettazione di un tasso inferiore a quello di mercato, determinato proprio in considerazione del tasso agevolato da applicare nelle correlative operazioni di finanziamento agli enti del Terzo Settore.

⁶⁷¹ Ci si riferisce al dovere di questi di comunicare al Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali, entro il 31 marzo di ogni anno, l'ammontare delle emissioni effettuate nell'anno precedente, l'importo di eventuali liberalità e finanziamenti erogati, indicando gli enti del Terzo Settore beneficiari e le iniziative sostenute; nonché l'obbligo di pubblicare sul proprio sito internet, con cadenza almeno annuale, i dati relativi ai finanziamenti erogati, con l'indicazione dell'ente beneficiario e delle iniziative sostenute.

⁶⁷² Si pensi sempre all'intermediario produttore-distributore. Quest'ultimo, nella fase di *product governance*, per espressa autorizzazione del legislatore europeo, può non individuare il target negativo, ovvero i soggetti a cui quel prodotto è vietato (direttiva delegata (UE) 2021/1269 del 21 aprile 2021 a modifica degli artt. 9 e 10 della direttiva (UE) 2017/593). Con la conseguenza, fermo restando valutazioni di adeguatezza successive, che non esiste alcuna preclusione alla distribuzione dei medesimi a clienti che abbiano manifestato sensibilità di sostenibilità differenti. Diventa, pertanto, molto difficile per il cliente provare che l'intermediario abbia violato le sue preferenze e procurato un danno.

dell'intermediazione, cioè l'*agency*. Le prestazioni dell'intermediario potrebbero essere lette come veri e propri atti di cooperazione⁶⁷³ ed è proprio per questo che l'investitore ha titolo per lamentarsi che l'intermediario non abbia agito rispettando il suo esclusivo interesse. «Chi assume l'incarico di gestire l'interesse altrui deve averne più attenta cura che se fosse proprio. In questi rapporti, infatti, la diligenza è lealtà»⁶⁷⁴. A questi ultimi viene richiesto quindi di informare la condotta ai criteri oggettivi di comportamento di buona fede, lealtà e correttezza, dovendo mantenere uno standard di diligenza superiore a quella professionale di cui all'art. 1176, comma 2, c.c.⁶⁷⁵. E questo anche, nel contratto di gestione di portafoglio, dove l'interesse dell'investitore corrisponde agli obiettivi di gestione discrezionale, producendo immediatamente effetti obbligatori e nel quale l'intermediario deve conoscere da subito a cosa è indirizzata la volontà dell'investitore in modo da raffigurarsi l'interesse e tradurlo in scelte di investimento adeguate. Al di là del differente livello di discrezionalità⁶⁷⁶, e delle diverse ricostruzioni dottrinali della natura del contratto di investimento, l'intermediario agisce sempre per conto del cliente come fosse un mandatario⁶⁷⁷. Di fatto, il contratto di gestione di portafoglio è stato

⁶⁷³ D. MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv.dir.priv.*, 2005, p. 575 ss.: ad avviso dell'autore il principio di cura sostanziale dell'interesse della controparte si rinviene in una vecchia categoria ordinante, quella dei *contratti con causa gestoria*, che sono dominati dal precetto di raffigurarsi e di perseguire sempre al meglio, nella sostanza, l'interesse del *dominus* (D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, cit., p. 82).

⁶⁷⁴ G. VISINTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, p. 462.

⁶⁷⁵ Cass., 25 giugno 2008, n. 17340, in *Foro it.*, Rep. 2008, voce "Intermediazione finanziaria", n. 89: «la prestazione dei servizi di investimento» è soggetta «ad una disciplina diversa e più intensa rispetto a quella discendente dall'applicazione delle regole di correttezza previste dal c.c.».

In Portogallo, la condotta richiesta agli intermediari finanziari viene riportata nel criterio del *diligentissimus pater familias* in cui, ai fini della definizione della forma di condotta negligente, sono in gioco cure speciali che solo le persone molto prudenti osservano (così *Acórdão do Tribunal da Relação de Coimbra*, 4127/18.4TBVIS.C1, consultabile in *dgsi.pt*). «O art.304.º, nº2 do CVM dá-nos um padrão de aferição da culpa quando menciona que nas relações com todos os intervenientes do mercado, os intermediários financeiros devem observar os ditames da boa fé, de acordo com elevados padrões de diligência, lealdade e transparência. Este artigo prevê o diligentissimus pater familias e é aqui que se concentra a apreciação da culpa e faz-se de acordo com este critério e não no bonus pater familias do art.483.º nº1 do CC. A diferença entre ambos verifica-se nos deveres que o IF deve cumprir, os elevados padrões de diligência, lealdade e transparência» (R.A. DO AMARAL, *A informação pré-contratual e contratual no âmbito dos devedores de informação do intermediário financeiro*, Universidades Lusitana, 2021, p. 52).

⁶⁷⁶ Comunque limitata, in quanto la sfera di discrezionalità del mandatario è solo quella compatibile con l'adempimento delle previste modalità (mandato ed istruzioni) di attuazione del programma gestorio voluto dal mandante per la realizzazione del suo interesse (C. SANTAGATA, *Mandato. Disposizioni generali*, in *Comm. cod. civ.*, Scialoja-Branca, IV, Bologna-Roma, 1985, p. 98).

⁶⁷⁷ Si pensi che la *SAP Madrid*, sección 11ª, 388/2019, de 20 de noviembre, ponente Jesús Alemany Eguidazu ha, a tal propósito sostenuto che: «alguna doctrina minoritaria propugna que el principio de actuación en el mejor interés del cliente implica una obligación de asesoramiento incluso en ausencia de cualquier acuerdo, esto es, que todos los acuerdos sujetos a este deber pertenecen a la clase de relaciones fiduciarias o cuasi-fiduciarias (causa mandati), sin espacio posible para las puras ventas no asesoradas (causa vendendi). En cualquier caso, el deber de actuar en el mejor interés del cliente es deber acompañante típico del correcto asesoramiento y, además, llena lagunas de protección porque su alcance no viene constreñido por el concepto MiFID de asesoramiento».

La teoria viene parzialmente condivisa nel diritto italiano anche da E. GIORGINI, *Consulenza finanziaria e sua adeguatezza*, Napoli, 2017, p. 89, e da Cass., 23 maggio 2017, n. 12937, in *OneLegale*. Entrambe sostengono che

riportato proprio ad un mandato il cui mandatario deve essere «*interprete intelligente della volontà del mandante*»⁶⁷⁸. Né la struttura in oggetto contrasterebbe con la presenza del perseguimento dell'interesse alla sostenibilità, stante l'accoglimento da parte della dottrina dell'avviso che ritiene sufficiente a sorreggere il mandato un interesse non patrimoniale del mandante⁶⁷⁹. La posizione di chi raccoglie i capitali è funzionalmente identificabile con la cura di un interesse (anche) non patrimoniale altrui. Il rispetto delle preferenze di sostenibilità, pertanto, è parametro valutativo della condotta dell'intermediario, la quale deve essere sempre vagliata *ex post* sulla base dell'indagine degli interessi in gioco e delle caratteristiche della fattispecie. L'agire per conto altrui, infatti, è obbligo di porre in essere tutta l'attività necessaria per produrre gli effetti giuridici conformi alla previsione del programma gestorio. La discrezionalità intrinseca ad alcune forme di servizi di investimento lascia sì «un potere di iniziativa libera ed intelligente all'intermediario» ma questa «autonomia non riguarda i fini e gli interessi fondamentali di cui è *dominus* bensì i mezzi e le modalità più adatte tecnicamente per realizzare quei fini», il che impone non solo la concessione al cliente del diritto ad essere informato ma altresì il controllo sull'attività di quest'ultimo⁶⁸⁰. Controllo che si suppone, data la condizione fisiologica di disparità negoziale, sia quasi impossibile e resti affidato alle informazioni di aggiornamento dell'andamento degli investimenti e alle attività di ri-adattamento eventuali degli stessi a cui l'intermediario è obbligato.

la ricostruzione migliore dei contratti di servizi di investimento sia sì quella di considerare il contratto quadro come contenitore delle condizioni del futuro rapporto di servizio, disponendone gli obblighi di informazione attiva e passiva e i criteri della valutazione di adeguatezza, nonché le varie fasi della sua esecuzione. Tuttavia, è altresì vero anche che il contratto-quadro non può essere relegato nello schema del contratto normativo, stante il compito dell'intermediario di segnalare e proporre all'investitore l'opportunità di effettuare degli investimenti. Sicché, l'A. riconosce che tra le funzioni del contratto-quadro debba essere inclusa anche quella di consulenza. Una volta stipulato lo stesso, l'attività di consulenza dà vita in concreto ai singoli ordini con la decisiva implicazione che la protezione sostanziale che il sistema offre all'investitore risiede nell'esatta esecuzione di detta prestazione di consulenza.

⁶⁷⁸ Definizione di A. SCIALOJA riportata da G. MINERVINI, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, in *Trattato di diritto civile it.*, diretto da F. Vassalli, Torino, 1954, p. 54, nota 4. Come mandato è stato ricostruito da F. CAPRIGLIONE, *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1987, p. 265. Per altri è uno strumento finanziario che l'intermediario offre al pubblico (P. FERRO LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I, pp. 47 e 53); un appalto di servizi, per la prevalenza della componente intellettuale organizzata su quella del compimento di atti giuridici (G. GHIDINI e G. MINERVINI in F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, p. 105 s., nota 107) o ad un contratto d'opera intellettuale (M. NUZZO, *Società fiduciarie: un progetto di riforma*, in *Dir. banc.*, 1988, p. 172) o ad un tipo autonomo e nuovo (M. COSSU, *La "gestione di portafogli di investimento" tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2002, p. 231).

In Spagna la "*gestión de carteras*" è un *contrato de comisión con poder de representación* a cui si applica quanto disposto nell'art. 259 del *codigo de comercio* (in tema C. ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, *El contrato de gestión de carteras de inversión*, Madrid, 2020, pp. 23-24 e 63). In realtà anche la consulenza è un servizio informativo che viene ricondotto al contratto di commissione, ciò in quanto quest'ultima fattispecie contrattuale risponde meglio alla funzione economica e all'interesse dei contraenti.

⁶⁷⁹ C. DONISI, *Il contratto con sé stesso*, Napoli 1982, p. 175 ss.

⁶⁸⁰ V. PANUCCIO, *Le dichiarazioni non negoziali di volontà*, Milano, 1966, p. 133 ss.; medesima visione di S. PUGLIATTI, *Esecuzione forzata e diritto sostanziale*, Napoli, 1978.

Se, dunque, il perseguimento dell'interesse del cliente è funzione primaria che orienta tutto l'operato dell'intermediario e l'interesse del cliente è di natura "ambivalente", patrimoniale e non, si dovrebbe presupporre che anche la prestazione dell'intermediario debba essere "spuria", ossia orientata al perseguimento del miglior investimento inteso come corretto bilanciamento tra rendimento finanziario e obiettivi di sostenibilità prescelti. Da ciò si potrebbe dedurre che, dinanzi a ipotesi di inadeguatezza dell'investimento rispetto alle preferenze di sostenibilità ma remunerativo a livello economico, non sia tanto peregrina l'idea di una responsabilità contrattuale dell'intermediario da lesione di interesse non patrimoniale. Discorso differente sarebbe «la giustiziabilità in concreto, ossia la difficoltà dell'allegazione e della prova del danno soprattutto a fronte del carattere dell'attività esercitata con differenti livelli di discrezionalità dall'intermediario, la quale implica margini di errore assai più ampi rispetto a quelli propri dell'adempimento anche delle prestazioni di speciale difficoltà tecnica regolate dall'art. 2236 c.c.»⁶⁸¹, e della difficoltà valutativa in cui si incappa nel voler misurare variabili qualitative.

Alle medesime conclusioni, quantomeno con riferimento agli effetti pratici nella eventuale fase patologica, si giunge considerando l'attività dell'intermediario quale ufficio di diritto privato. In questo caso, ad una situazione di potere-dovere dell'intermediario corrisponde un legittimo affidamento del cliente che il primo persegua l'interesse del secondo come "finalità istituzionale" in quanto "titolare di una iniziativa vincolata nei fini", giacché «l'efficacia degli atti da lui compiuti [...] deriv(a) dall'esercizio legittimo di codesto potere»⁶⁸². L'inadempimento della relativa funzione viene individuato nell'osservazione dell'attitudine diretta della condotta rispetto ai fini da perseguire secondo una valutazione oggettiva dell'operato⁶⁸³. I fini, interesse del cliente e integrità del mercato potrebbero colorarsi di ulteriori elementi "qualitativi" in corrispondenza di una rinnovata attenzione allo sviluppo sostenibile, all'ambientalismo ed al *welfare* di origine privata, senza per ciò affermare la supremazia dei valori della sostenibilità e la totale funzionalizzazione dell'attività dei mercati all'ecologismo ed al sociale, bensì volendo suggerire di considerare, nella valutazione della violazione delle regole di

⁶⁸¹ Come sostiene R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, cit., p. 335.

⁶⁸² Là dove il «diritto subiettivo include in se medesimo il proprio fine, è una entità compiuta e piena; il potere invece ha carattere strumentale: è il mezzo destinato alla realizzazione di un dato fine, e costituisce soltanto uno degli aspetti nei quali si specifica la funzione del soggetto che ne è investito; l'altro aspetto, che ne costituisce il prius è il dovere. La funzione propulsiva, compresa tra i due poli del dovere e del potere, presuppone come base e piedistallo l'ufficio pubblico o privato» (S. PUGLIATTI, *Programma introduttivo di un corso sulla rappresentanza in diritto privato*, in ID., *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, p. 522 s.). La citazione nel testo, invece, è di D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in ID. (a cura di), *Swap tra banche e clienti, Le condotte e i contratti* Milano, 2014, p. 19.

⁶⁸³ «Oggetto di giudizio è invece l'attitudine originaria delle condotte rispetto al fine da perseguire in ragione della titolarità dell'interesse tradotto nel dovere, rispetto al quale soltanto è legittimato il potere, osservato in atto, nel suo concreto esercizio. Le condotte non adeguate in quanto indirizzate diversamente esprimono sempre eccesso di potere dell'intermediario. Eccesso in questa ipotesi espresso dall'abuso, per quanto sopra precisato: siamo fuori dal diritto soggettivo; il potere negoziale è eventuale ed esclusivamente strumentale» (R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato, natura del «potere» dispositivo e fondamento variabile dell'iniziativa negoziale*, cit., p. 335).

condotta, e nella ricerca del giusto rimedio, anche la lesione dell'interesse non patrimoniale agli obiettivi sostenibili⁶⁸⁴ la cui meritevolezza risente anche della sua portata collettiva.

In ultimo, a chiosa di dette riflessioni, occorre domandarsi se possa avere un qualche rilievo l'interesse dei terzi, beneficiari dei promessi risultati degli investimenti sostenibili. Ovviamente si fa riferimento, in particolare, al caso dei *social impact bond* e di tutti quegli strumenti che promettono la realizzazione di impatti legati al *welfare*. Detti strumenti manifestano la loro complessità intrecciando relazioni, appunto, con l'ambiente esterno su cui dovrebbe andare a intervenire⁶⁸⁵ riducendo, ad esempio, il tasso di disoccupazione, di immigrazione o di *homeless*.

Il quesito nasce in ipotesi di "distrazione" della destinazione patrimoniale rispetto alle finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale, come nelle ipotesi già citate di "*cherry picking*" in cui la qualità del servizio finanziato ed offerto viene salvaguardata solo di facciata, sacrificata sull'altare del più immediato e perseguito risultato economico (fosse anche una riduzione della spesa pubblica).

Generalmente la dottrina ha manifestato un parere contrario al rilievo del mero interesse dei terzi, in quanto l'interesse è, di per sé, uno stato psicologico interno che non è rilevabile se non è accompagnato da una pretesa che lo renda evidente⁶⁸⁶.

In realtà, si potrebbe supporre una tutela rimediale in capo agli stessi solo nell'ipotesi in cui le loro aspettative rispetto al servizio corrispondano ad una vera e propria promessa al pubblico, o meglio promessa unilaterale obbligatoria, nell'atto costitutivo, nell'attività pubblicitaria o in singole delibere dell'ente erogante⁶⁸⁷. Una soluzione che comporterebbe un grave condizionamento all'attività di

⁶⁸⁴ La valutazione dell'attività dell'intermediario, in quanto ufficio di diritto privato, implica un rigore specifico nella valutazione dell'adempimento degli obblighi regolanti la sua attività. «Se l'intermediario, nella prestazione del servizio, non rispetta le regole – ad es. compie l'operazione quando doveva astenersi o senza il prescritto consenso dell'investitore – significa che mancano gli elementi oggettivi da cui dipende l'efficacia degli atti compiuti» (D. MAFFEIS, *op.ult.cit.*, p. 11 ss.); sul piano delle conseguenze tale ricostruzione ha il merito di superare il dualismo tra regole di condotta e regole di validità, dettando come possibili rimedi l'inefficacia in caso di condotta antifunzionale e la nullità quale conseguenza della valutazione negativa data dall'ordinamento ai caratteri in concreto dell'operazione economica (ovvero alla sua meritevolezza).

⁶⁸⁵ Non è il primo caso in cui si pone all'attenzione detto quesito. Si pensi ai beneficiari delle opere dei comitati (dalla cui critica si prende spunto) di cui parla P. FEMIA, *op.ult.cit.*, p. 131 ss. ma anche a M. PENNASILICO, "*Proprietà ambiente*" e "*contratto ecologico*", cit., p. 1285, il quale sempre con riferimento al contratto ecologico suggerisce di definirlo come «contratto a protezione di terzi indeterminati», in quanto se questo incide sull'ambiente inteso come "bene comune", deve escludersi che gli effetti di quel contratto siano limitati alle parti contraenti e che soltanto ad esse sia riservata la tutela riferita ai suoi effetti (così anche N. LIPARI, *Introduzione*, in M. PENNASILICO (a cura di), *Contratto e ambiente*, cit., p. 15). La riflessione deriva dal principio di solidarietà costituzionale, che ha permesso di superare i confini della relatività del contratto e di giustificare la tutela dei terzi sui quali il contratto incide in via riflessa (sul punto, si veda, anche per ulteriori indicazioni, M. PENNASILICO, *Sviluppo sostenibile e "contratto ecologico"*, cit., p. 316). Anche F. DI GIOVANNI, "*Appalti verdi*" e *responsabilità sociale dell'impresa*, in M. PENNASILICO (a cura di), *Contratto e ambiente*, cit., p. 61 ss.; dubita che, qualora il contratto sia configurato come "ecologico", rimanga riservata soltanto al contraente «la possibilità di valersi di rimedi preordinati a reagire alla violazione delle previsioni contrattuali poste a presidio dell'interesse ambientale».

⁶⁸⁶ M. PALMIERI, *La partecipazione esterna alle società di capitali*, Milano, 2015, p. 125 ss.

⁶⁸⁷ P. FEMIA, *op.ult.cit.*, p. 131 ss., si occupa del tema in relazione ai comitati e fa l'esempio dell'art. 16 c.c. che prescrive, anche se solo per le fondazioni, la presenza nell'atto costitutivo di criteri e modalità di erogazione

impresa ma verso la quale si sta procedendo spediti, come insegna ad esempio la proposta *Due Diligence* di nuova generazione.

In sintesi, si potrebbe ritenere che l'introduzione delle clausole ESG nei contratti di investimento (nell'accezione precedentemente riportata) imponga il rispetto, non solo degli obiettivi economici, bensì degli scopi sostenibili prefissati. Il soddisfacimento di questi ultimi non può passare in secondo piano, anche solo alla luce dell'introduzione in Costituzione del principio di sviluppo sostenibile che riporta prepotentemente all'attenzione la tensione, nell'attività di impresa, tra interesse individuale al profitto ed interessi superindividuali alla sostenibilità sociale ed ambientale, ma deve trovare tutela nello strumentario privatistico. Il contributo che il diritto privato può dare al rispetto delle politiche di economia reale è ravvisabile sul fronte delle regole di responsabilità là dove il soddisfacimento di criteri ambientali e sociali misurabili diviene parametro di valutazione dell'esattezza dell'adempimento ai sensi dell'art. 1218, 1223, 1453 e, con probabilità, della stessa meritevolezza dell'operazione *ex art.* 1322 c.c.

delle rendite. Dal tenore di tale norma F. GALGANO, *Delle persone giuridiche* (art. 11-35), in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1969, p. 236 ss., deduce la presenza di un diritto di credito in capo al beneficiario per manifesta promessa al pubblico. Detto discorso, secondo Femia, può essere esteso anche alle altre forme associative. Se si volesse riconoscere la presenza di "situazioni soggettive" in capo ai terzi, il loro diritto verso l'impresa comunque sarebbe vincolato alla soddisfazione dell'interesse del debitore, ovvero alla realizzazione dello scopo sociale. In sintesi, dice l'A. la soddisfazione dell'interesse del creditore-beneficiario sarebbe la soddisfazione dell'interesse del debitore che, in tal caso, corrisponderebbe alla funzione sociale dell'impresa, o allo scopo associativo. La categoria così descritta, dice Femia, ricondurrebbe alla figura dell'interesse legittimo la cui titolarità giustificerebbe interventi di controllo sulla correttezza e diligenza dell'operato del titolare della situazione soggettiva contrapposta, ovvero la potestà (il discorso è molto più ampio e complesso e viene spiegato con dettaglio in nota 164).

L'esigenza di tenere ferma l'indagine sui profili di disciplina dell'interesse, una volta accertata la sua meritevolezza, emerge da quella parte della dottrina che ammette la responsabilità da affidamento per promessa unilaterale al di là della sua natura negoziale. La valutazione dell'affidamento e l'ammontare della riparazione conseguente alla sua lesione discendono dalle circostanze del singolo caso e dalla dimensione dell'interesse del promissario (l'autore di riferimento è H. STOLL, *Vertrauensschutz bei einseitigen Leistungsversprechen*, in *FS Werner Flume*, Bd. I, 1978, pp. 741-773).

Femia chiosa, sostenendo che una disciplina che accorda alle associazioni (ma il concetto si può traslare anche su, ad esempio, una impresa sociale) il privilegio di non dover mai rispondere presso i terzi, a cui dichiara di rivolgersi, delle conseguenze delle proprie azioni, «legittimerebbe inaccettabili abusi e trasformerebbe questi strumenti di sviluppo della persona in strumenti di perpetuazione dell'antica manomorta o del potere oligarchico» (P. FEMIA, *op. ult. cit.*, p. 141).

CAPITOLO III

FINANZA SOSTENIBILE E RISPARMIO “*TRADITO*”. IL PROBLEMA DEI RIMEDI

SOMMARIO: 1. L’insorgenza del conflitto tra clienti insoddisfatti e intermediari finanziari per la mancata concretizzazione dell’interesse alla sostenibilità. - 1.1. Gli sporadici riferimenti normativi e giurisprudenziali al problema dei rimedi. - 2. Differenziare per tutelare. - 3. Situazioni patologiche del rapporto giuridico sorte prima del rilascio del consenso. - 3.1. Violazione degli obblighi di informazione, tra regole di validità e regole di condotta. - 3.2. Dall’informazione attiva all’informazione passiva. Situazioni patologiche causate da ulteriori violazioni di regole di condotta da parte dell’intermediario. - 3.3. (segue) Situazioni patologiche durante la fase esecutiva del contratto. - 4. Risarcimento del danno non patrimoniale da violazione di interesse non patrimoniale. Dubbi circa il suo carattere satisfattivo. - 4.1. Una soluzione alternativa: tra risarcimento del danno in forma specifica e esatto adempimento. - 5. Ricadute del rimedio sui terzi beneficiari. Il controllo di meritevolezza alla luce dei principi sociali ed economici che governano l’operazione economica alla base dell’investimento. - 5.1. Immeritevolezza dell’operazione finanziaria: tra nullità e rimedi di ortopedia giudiziale del regolamento contrattuale. - 6. Rimedi preventivi “*ex ante*”. - 6.1. *Public enforcement*: la *product intervention* ed i poteri di vigilanza delle Autorità indipendenti europee e nazionali. - 6.2. L’educazione finanziaria del cliente anche alla luce della nuova fase di digitalizzazione. *Fintech* e sostenibilità.

1. L’insorgenza del conflitto tra clienti insoddisfatti e intermediari finanziari per la mancata concretizzazione dell’interesse alla sostenibilità

Finora si è cercato di dare conto della portata degli adeguamenti sostanziali di cui necessiterebbe la disciplina bancaria e finanziaria per dare concretezza ed effettività al mondo della “finanza alternativa”. La tecnica prescelta, cd. “dell’innesto”, infatti, complica un quadro già di per sé complesso ed estremamente di dettaglio, lasciando aperti vecchi problemi, irrisolti nei rapporti della finanza tradizionale, e creandone altri *ex novo*; fingendo, dunque, che l’interesse alla sostenibilità nel rapporto di investimento possa essere trattato al pari di un’ulteriore e solo eventuale variabile nel puzzle di condizioni, preferenze e bisogni che è l’investitore.

Di contro, la finanza “sostenibile”, dal lato del cliente, porta con sé un interesse unico, qualitativamente complesso e parzialmente inedito, che penetra nella costruzione, tra gli elementi tradizionali del negozio giuridico. «Diverso dalle attribuzioni sorrette da un intento partecipativo puro, come accade nelle associazioni e fondazioni del libro I del codice civile, ma diverso anche rispetto all’interesse lucrativo di chi investe in attività (reali o finanziarie) al solo scopo di ottenere un guadagno, questo costringe a rivedere le dinamiche, se non proprio la struttura giuridica del rapporto»⁶⁸⁸. E, altresì, tendenzialmente indisponibile perché ordinamentale. La sua connotazione meta-individuale, infatti,

⁶⁸⁸ C. MIGNONE, *La finanza sociale tra tecnica ed ermeneutica*, cit., p. 10.

passa anche – per chi volesse sostenere detta ricostruzione attraverso – la condizione di ufficio di diritto privato dell’intermediario finanziario.

In breve, la situazione giuridica dell’investitore in investimenti sostenibili non è la stessa di un investitore tradizionale perché, banalmente, l’interesse che lo muove non è uguale. Necessita, pertanto, di una configurazione fisiologica e patologica pratica che risponda alla sua funzione.

Infatti, se è vero che la leva egoistica del guadagno è motore della “sussidiarietà”, è altrettanto vero che chi investe in strumenti con determinate caratteristiche sociali o ambientali ha interesse alla veridicità delle stesse ed alla loro realizzazione, altrimenti avrebbe semplicemente deviato la sua attenzione ed il suo risparmio verso altra tipologia di strumenti⁶⁸⁹.

Pertanto, il mancato rispetto delle preferenze di sostenibilità per indifferenza dell’intermediario, o non destinazione delle somme all’attività prospettata nell’offerta, o per obiettivo sociale e/o ambientale divenuto irrealizzabile per causa originaria o sopravvenuta, non si può considerare al pari di una mera disillusione, relegata all’ambito emozionale del soggetto investitore, ma necessita di una tutela giuridica quale violazione di un interesse proprio, giuridicamente apprezzabile e meritevole. Necessita, di conseguenza, di uno o più rimedi⁶⁹⁰.

Inutile precisare che, allo stato attuale, non è previsto alcun rimedio, né a livello europeo né a livello nazionale, in caso di mancata concretizzazione dell’interesse alla sostenibilità promosso dagli strumenti in questione. La constatazione non sorprende. In primo luogo, perché nessuno, salvo sporadiche eccezioni⁶⁹¹, fino ad oggi ha tratto conseguenze dalla situazione in cui il prodotto risulta insensibile agli obiettivi eco-sostenibili, essendo remunerativo dal punto di vista economico, sì da ledere l’interesse non patrimoniale per salvaguardare l’interesse a ottimizzare il rapporto rischio-rendimento. Al contrario, alcuni hanno ritenuto che il “tradimento” del vincolo di scopo sociale o ambientale raramente si tradurrebbe in un pregiudizio a carico del cliente il quale, dal mancato raggiungimento del fine sociale

⁶⁸⁹ A. GENTILI, *Contratto e violazione delle regole di comportamento: i rimedi e le responsabilità*, in S. ADAMO, E. CAPOBIANCO, P.A. CUCURACHI (a cura di), *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, cit., p. 236 s., in contrasto alla Cassazione che la ritiene motivo, e per questo irrilevante (Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, in *OneLegale*), parla di “convenienza” come *essenziale negotii* del contratto di investimento, intesa come convenienza *ex ante*, ossia capacità dello strumento finanziario scelto di adattarsi ai fini – scopo di investimento e profilo di rischio – dell’investitore. La convenienza dell’investitore sostenibile è anche il raggiungimento dell’obiettivo di sostenibilità.

⁶⁹⁰ In linea più generale, e con riferimento a tutto il mercato finanziario, è stato affermato che la predisposizione di un apparato rimediare forte che assicuri risposte immediate, veloci e proporzionate a condotte riprovevoli, tutela il cliente ed è condizione imprescindibile per raggiungere l’obiettivo di integrità del mercato e tutela del risparmiatore (A. DI AMATO, *op. cit.*, p. 119). F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Discipline e forme di tutela*, Milano, 2004, p. 357, sostiene che le regole rimediali siano «incentivi comportamentali per le parti ed assumono un ruolo cruciale nel processo di integrazione dei contratti (economicamente) incompleti, minimizzando i costi di agenzia e lubrificando gli accordi tra le parti».

⁶⁹¹ A. CARRISI, *op. cit.*, p. 11, è uno di questi ed ipotizza la possibilità di richiedere il risarcimento del danno non patrimoniale.

o ambientale non subirebbe alcun danno diretto, e pertanto difetterebbe l'interesse in concreto per attivare strumenti di tutela⁶⁹². Posizione assolutamente non condivisibile per le ragioni già esposte.

In secondo luogo, perché la disciplina della finanza tradizionale di per sé è incline a non fornire risposte rimediali definite normativamente. Le molteplici fattispecie lesive che sovraccaricano i tribunali (violazione di obblighi informativi, conflitto di interessi in tutte le sue forme, assenza di valutazioni di adeguatezza etc.), la complessità ed atipicità dei negozi di servizi di investimento, tutt'ora oggetto di disputa tra regole di validità e regole di condotta (e sulla possibilità di superare una volta per tutte questa distinzione), e la immobilità consapevole del legislatore europeo, che armonizza le regole della fase fisiologia e lascia la gestione della parte patologica ai singoli Stati, hanno generato quello che è stato definito un "ambaradàn di rimedi"⁶⁹³ nei quali l'unica parola d'ordine è flessibilità. L'unico obiettivo è la scelta di soluzioni efficaci, effettive, proporzionate, ragionevoli ed adeguate al caso di specie. A loro volta gli Stati, salvo casi sporadici come, ad esempio, il Portogallo, si sono rifiutati di legiferare in materia⁶⁹⁴.

⁶⁹² G. IERMANO, *op. cit.*, p. 126.

⁶⁹³ La definizione, ormai risalente ma ancor più attuale, è di V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. impr.*, 2005, p.896: «i confini fra le aree di applicazione dei diversi rimedi si fanno mobili e indistinti, o addirittura saltano; un rimedio in fondo vale l'altro; invocare l'uno o l'altro finisce per essere abbastanza indifferente, e obbedire molto più al criterio empirico del risultato sostanziale desiderato, che a quello di una verifica delle obiettive condizioni d'uso – secondo legge e dottrina – di ciascuno dei rimedi in gioco». La Commissione Europea, in *Revisione della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MIFID)*, 8 dicembre 2010, COM(2010), p. 63, aveva proposto di introdurre un principio di responsabilità civile dei fornitori dei servizi di investimento che consentisse di richiedere il risarcimento dei danni alle imprese che violano la MIFID. La proposta tuttavia è stata abbandonata, ovviamente, per lo scarso entusiasmo manifestato dagli operatori del settore (N. MOLONEY, *Liability of asset managers: a comment*, in *Capital markets law journal*, 7, 2012, p. 421, e ciò anche perché la regolamentazione europea non include una regolamentazione contrattuale o una responsabilità orizzontale basata sull'applicazione della stessa tra privati).

⁶⁹⁴ L'esempio europeo è il Portogallo il quale è l'unico Paese dell'Unione Europea che ha introdotto a livello normativo una previsione per le conseguenze contrattuali dell'inadempimento dell'intermediario finanziario. L'art. 304º-A del *Código dos Valores Mobiliários* introduce un principio generale di responsabilità civile e risarcimento del danno statuendo che: «Os intermediários financeiros são obrigados a indemnizar os danos causados a qualquer pessoa em consequência da violação dos deveres respeitantes à organização e ao exercício da sua atividade, que lhes sejam impostos por lei ou por regulamento emanado de autoridade pública. A culpa do intermediário financeiro presume-se quando o dano seja causado no âmbito de relações contratuais ou pré-contratuais e, em qualquer caso, quando seja originado pela violação de deveres de informação». In pratica, si introduce un risarcimento del danno generico in ipotesi di violazione di doveri legati all'organizzazione o all'esercizio della sua attività, stabiliti per legge o regolamento di un'autorità pubblica. Il secondo comma, inoltre, aggiunge una presunzione di colpa, sempre, quando il danno è causato da violazione del dovere informativo. N. REIS, *Responsabilidade civil aquiliana do intermediário financeiro – mito ou realidade?*, in *Revista de Direito das Sociedades*, 2017, pp. 781-799, ha precisato che tale precetto «consagra um regime híbrido com presunção de falta para as situações obrigacionais e presunção de culpa em sentido estrito para as situações aquilianas de violação de deveres de informação». Sul tema, G.A. CASTILHO DOS SANTOS, *Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente*, Coimbra, 2008. J. ANTUNES ENGRÁCIA, *Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro - Alguns Aspectos*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* n°56, 2017.

La soluzione portoghese era stata già avanzata in Unione Europea dalla Commissione (COMMISSION, *Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*, 8 December 2010, p. 63), che aveva proposto l'introduzione di un principio di responsabilità civile per gli intermediari in caso di violazione delle regole MIFID ma venne scartata.

Lasciano, dunque, alla dottrina ed alla giurisprudenza il compito di ricercare il “giusto rimedio”⁶⁹⁵.

Medesima situazione si rinviene, quindi, nel contesto della finanza sostenibile in cui differenti scenari, con altrettanto differenti interessi coinvolti, inducono a prospettare dei rimedi che siano a geometria variabile, orientati ai canoni di proporzionalità, adeguatezza, ragionevolezza ed effettività, dunque consoni ad «esigenze di giustizia sostanziale»⁶⁹⁶. Ma soprattutto, che siano essi stessi sostenibili.

1.1. Gli sporadici riferimenti normativi e giurisprudenziali al problema dei rimedi.

Come innanzi precisato, il problema non ha ancora conosciuto soluzioni giurisprudenziali e solo lambisce gli scritti di pochi giuristi.

I numerosi regolamenti e direttive che normano le varie fasi del rapporto tra investitore in investimenti sostenibili e società emittenti o intermediari distributori non toccano il tema della responsabilità o, comunque, non direttamente. Ne è un esempio il reg. (UE) 2023/2631 (in vigore dal 21 dicembre 2024)⁶⁹⁷ sulle obbligazioni verdi europee (*green bond*) emanato proprio al fine di uniformare i criteri che consentono ad uno strumento di ottenere la denominazione di “obbligazione verde europea”, al fine di ridurre l’alto rischio di *greenwashing*. Durante i lavori preparatori (Proposta regolamento n. 2021/0191/UE), infatti, il Consiglio ed il Parlamento UE avevano suggerito di introdurre l’art. 12a per introdurre la responsabilità civile dell’emittente che non adempie agli standard prefissati e riportati nel prospetto informativo dello strumento. L’articolo, tuttavia, non è stato approvato; in compenso, il regolamento attribuisce poteri estesi, di vigilanza preventiva, inibitori e persino sanzionatori, alle Autorità Indipendenti ed in particolare ad ESMA nei confronti dei cd. “revisori esterni”; questi dovrebbero certificare, prima, e controllare, poi, per tutta la durata della vita dello strumento che i proventi dello stesso vengano utilizzati secondo le condizioni del regolamento tassonomia o, comunque, secondo quanto dichiarato nel prospetto di emissione⁶⁹⁸.

⁶⁹⁵ P. PERLINGIERI, *Il «giusto rimedio» nel processo civile*, in *Giusto proc. civ.*, 2011, p. 1 ss.; G. PERLINGIERI, *Alla ricerca del «giusto rimedio» in tema di certificazione energetica. A margine di un libro di Karl Salomo Zachariae*, in *Rass. dir. civ.*, 2011, p. 661 ss.: tale modalità operativa corrisponde ad una nuova concezione, già prospettata in dottrina, che inverte il legame tra rimedio ed interesse. Non è, infatti, vero che solo la esistenza del rimedio denota la rilevanza dell’interesse. Il rimedio, infatti, non rappresenta un valore ma uno strumento a tutela degli interessi. S. POLIDORI, *L’incidenza della dottrina sulla giurisprudenza nell’appalto: proporzionalità, ragionevolezza e «giusto rimedio» nella soluzione dei problemi applicativi*, in *Rass. dir. civ.*, 2016, p. 569 ss.

⁶⁹⁶ M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, Napoli, 2012, p. 174 s.

⁶⁹⁷ Regolamento (UE) 2023/2631 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 22 novembre 2023 *sulle obbligazioni verdi europee e sull’informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità*, in eur-lex.europa.eu/legal-content/it/txt/pdf/?uri=oj:L_202302631.

⁶⁹⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio sulle obbligazioni verdi europee*, Bruxelles, 6.7.2021 COM(2021) 391 final 2021/0191 (COD): Capo 2, “Esma”, artt. 46 ss. Nel reg. il considerando n. 3 dichiara: «Per talune attività economiche per le quali non sono in vigore criteri di vaglio tecnico di cui al regolamento (UE) 2020/852 o per talune attività economiche nel contesto del sostegno internazionale che contribuiscono agli obiettivi ambientali di tale regolamento, è opportuno prevedere un grado di flessibilità. Tale flessibilità dovrebbe essere appropriatamente limitata in termini di dimensione e portata al fine di

A sua volta il regolamento tassonomia (UE) 2020/852, all'art. 8, si limita ad esigere che l'emittente specifichi quale contributo offrirà all'ambiente la sua attività economica, sostenuta da strumenti finanziari etichettati come "sostenibili a livello ambientale". Il Considerando n. 18 dello stesso stabilisce il principio generale secondo cui "per evitare di pregiudicare gli interessi degli investitori", i gestori di fondi e gli investitori istituzionali, che mettono a disposizione strumenti finanziari verdi, devono rendere noto in che modo e in che misura utilizzano i criteri per le attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale. Questo principio generale non costituisce un obbligo, ma ha una valenza ispiratrice in termini di tutela, al pari dell'art. 8 del SFDR (regolamento "Disclosure"), che impone alle imprese a spiegare come il prodotto ESG adempia ai criteri di sostenibilità pubblicizzati.

A riprova di quanto detto, gli stessi "*Green Bond Principles*", che sono inclusi nei quadri obbligazionari di molte società private che emettono obbligazioni verdi sul mercato primario e secondario, contengono il seguente *disclaimer*: «I *Green Bond Principles* non creano alcun diritto o responsabilità per alcun soggetto, pubblico o privato. Gli emittenti adottano e attuano i *Green Bond Principles* in modo indipendente e sono gli unici responsabili della decisione di emettere Obbligazioni Verdi. I sottoscrittori non sono responsabili se gli emittenti non rispettano gli impegni assunti nei confronti dei Green Bond e dell'utilizzo dei proventi netti che ne derivano...»⁶⁹⁹. Arbitrarietà di cui gli emittenti si approfittano, generando malcontento e sfiducia negli investitori. Ne è esempio evidente il *Sustainability-Linked bond* di Enel, emesso nel 2020, il quale nel "*memorandum informativo*" conteneva una clausola di esclusione di responsabilità che già anticipava la concreta possibilità di non raggiungere l'obiettivo prefissato di "aumentare la percentuale della sua capacità di produrre energia da fonti rinnovabili". In più, al mancato raggiungimento del risultato verde, si prospettava un aumento della cedola di 25 punti, creando così una specie di "obbligazione alternativa" a quella sostenibile e vanificando la portata dello strumento. Quale giustificazione, la compagnia significava che i *green bond* non finanziano solo progetti verdi, ma l'intero bilancio dell'emittente che può includere anche progetti "non sostenibili" ("*brown*")⁷⁰⁰.

mantenere un livello di ambizione molto elevato per le obbligazioni verdi europee. L'emittente dovrebbe dimostrare che le attività economiche contribuiscono in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più di tali obiettivi ambientali, che non arrecano un danno significativo a nessuno di tali obiettivi ambientali e che sono svolte nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia. Tale dimostrazione dovrebbe essere inclusa nella scheda informativa sulle obbligazioni verdi europee ed essere convalidata da un revisore esterno tramite un parere positivo nella revisione pre-emissione». Il considerando n. 23 prevede quindi che: «Gli investitori dovrebbero beneficiare di un accesso efficace in termini di costi a informazioni affidabili sulle obbligazioni verdi europee. Gli emittenti di obbligazioni verdi europee dovrebbero pertanto incaricare un revisore esterno indipendente di fornire una revisione pre-emissione della scheda informativa sulle obbligazioni verdi europee, così come una revisione post-emissione delle relazioni annuali sull'allocazione dei proventi delle obbligazioni verdi europee».

⁶⁹⁹ ICMA, *Green Bond Principles*, 2018, in icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf.

⁷⁰⁰ S. DUPRE, T. POSEY, T. WANG, T. JAMISON, *Shooting for the moon in a hot air balloon? measuring how green bonds contribute to scaling up investments in green projects a discussion paper*, 2018, pp. 5-8, disponibile

A livello interpretativo, quindi, non è tuttora chiaro cosa possa essere sanzionato, e cosa no.

Nessun supporto sostanziale arriva dalla giurisprudenza. Sul “cosa” si è già citato il ricorso ClientEarth c. Commissione (Causa T-579/22), in merito alla contrastata qualificazione di bioplastica e sull’uso della biomassa forestale per la bioenergia come «investimenti verdi» in cui si paventa, in caso di accoglimento, l’annullamento dell’atto delegato sulla tassonomia, con non poche conseguenze sulla regolamentazione della finanza sostenibile.

Iniziano, però, a proliferare i ricorsi dei consumatori contro le imprese emittenti, soprattutto per inadempimento del dovere informativo o per rilascio di informazioni ingannevoli o incomplete nel prospetto informativo o nella documentazione di offerta con riferimento ai fattori ESG degli investimenti. Nonostante che i conflitti più numerosi abbiano luogo nei Paesi di Common Law, Stati Uniti, Australia e Regno Unito⁷⁰¹, l’Europa, in tema (solo) di *greenwashing* sta guadagnando terreno. A mero titolo di esempio, si citano il caso del Tribunale di Gorizia, 25 novembre 2021, sui *claims*

in 2degrees-investing.org/wp-content/uploads/2019/06/2018-Green-bonds-updated-paper.pdf. Così anche alcune case automobilistiche che hanno emesso “*green loans*” giustificando che la cartolarizzazione era un ABS ‘verde’ perché i proventi netti della cartolarizzazione sarebbero stati utilizzati per finanziare nuovi prestiti e *leasing* di veicoli elettrici e ibridi. Tuttavia, alcune di queste operazioni erano garantite da prestiti auto standard (non verdi). Sebbene l’emissione di verdi sono destinate a utilizzare i proventi netti per finanziare un’attività economica ambientale”, qualche investitore avrebbe potuto sostenere che il processo di cartolarizzazione non è stato ‘verde’ e quindi la società ha fornito informazioni false agli investitori quando ha etichettato tali prestiti auto come “prestiti verdi” (CBI, *Deep-dive into recent green ABS: Toyota funds EVs & hybrids / WHEEL ABS from Citi & RenewFinancial for home energy efficiency loans / solar ABS from Sunrun*, 2015, disponibile in climatebonds.net/2015/07/deep-dive-recent-green-abs-toyota-funds-evs-hybrids-wheel-abs-citi-renewfinancial-home).

⁷⁰¹ J. SOLANA, *Climate Litigation in Financial Markets: A Typology*, in *Transnational Environmental Law*, 2019, pp. 103-135, la quale offre una panoramica generale di tutti i conflitti climatici nel mercato finanziario; E. CERRATO GARCÍA, *El mercado de instrumentos financieros “verdes”: ¿paradoja o realidad?*, in *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, 2022, p. 297 ss., ricostruisce tutto il problema della tutela giudiziaria dell’investitore in *green bond*, trattando soprattutto i casi pratici sorti nei Paesi di Common Law e le soluzioni dagli stessi prospettate, limitandosi tuttavia alla più comune ipotesi di mancanza di informazioni, o informazioni ingannevoli etc. Tralasciando il ben noto caso *Dieselsgate* (BRS c Volkswagen AG, et al., Case No. 16-cv-3435 (2017 WL 3058563), in Australia sono conosciuti *Abrahams c. Commonwealth Bank of Australia* (2017, VID879/2017), in cui gli azionisti ritirarono il ricorso e *McVeigh c. Retail Employees Superannuation Trust* (2018 NSD1333/2018), che si risolse in un nulla di fatto in quanto le parti raggiunsero un accordo dopo che il resistente ammise che il cambiamento climatico rappresenta un rischio significativo per gli investimenti e che il fondo deve gestire tali rischi per proteggere i propri clienti. In generale, i tribunali statunitensi si sono pronunciati a favore e contro l’ammissione che i rischi di sostenibilità divulgati nelle dichiarazioni precontrattuali sono fuorvianti. Nel caso *Singh v. Cigna Corp* No. 17-3484 (2d Cir. 2019), il tribunale ha ritenuto che le dichiarazioni su “reputazione, e adempimento degli standard etici” fossero di natura generica e, quindi, fuorvianti. Al contrario, nella causa *Meyer v. Jinkosolar Holdings Co., Ltd.*, 761 F.3d 245 (2014), il tribunale ha stabilito che il prospetto riportava un rischio reale che l’attività economica dell’emittente potesse inquinare l’ambiente oltre i limiti stabiliti dalla legge. Sulla base di tale rischio, il convenuto ha dichiarato di aver sviluppato un “meccanismo di prevenzione dell’inquinamento” che non ha funzionato correttamente. Il fallimento ha comportato una perdita di valore delle azioni pari al 40%. Il tribunale ha stabilito che gli investitori avevano ragionevolmente fatto affidamento sulle informazioni fornite nel prospetto informativo e avevano il diritto di essere risarciti perché avevano ricevuto informazioni false sul meccanismo di prevenzione pubblicizzato.

pubblicitari idonei ad ingenerare nel consumatore una “aspettativa ambientale” non veritiera⁷⁰² e la sentenza del *Landgericht* di Stoccarda del 31 gennaio 2022, nella quale viene riconosciuta la responsabilità in capo ad una *fondsgelleschaft* per pubblicità ingannevole relativa ad un certo prodotto finanziario che veniva venduto come avente particolari connotazioni ecologiche ed avente l’obiettivo di generare un impatto positivo di riduzione di CO₂, senza che tali caratteristiche venissero, di fatto, riscontrate. La risposta del giudice, tuttavia, è molto fumosa, essendosi limitato a riscontrare un utilizzo vago e poco determinato di espressioni come “eco-compatibile”, “Bio” etc. che avrebbero determinato negli investitori un errore di valutazione riguardo alle reali caratteristiche del prodotto. In concreto, il messaggio pubblicitario risultava fuorviante perché lasciava intendere che la quantificazione della riduzione delle emissioni di CO₂ fosse un valore assoluto quando, in realtà, rappresentava solo una proiezione orientativa e non vincolante. La Corte tedesca, tuttavia, sottende l’inadeguatezza dei rimedi giuridici tradizionali allorquando auspica ulteriori interventi normativi che introducano criteri chiari ed oggettivi che permettano agli investitori di individuare i veri investimenti sostenibili e stabiliscano meccanismi di tutela del mercato incisivi e mirati⁷⁰³.

Le poche sentenze disponibili, quindi, affrontano solo problematiche *green*, legate al profilo pubblicitario, raramente al profilo di misurazione quantitativa di un impatto e sempre a livello macro, di sistema, senza interessarsi del rapporto giuridico a valle.

2. Differenziare per tutelare

La finanza sostenibile non è una notte hegeliana in cui tutte le vacche sono nere.

Ciò sta a significare che essa, pur rappresentando un unico fenomeno, è pluridimensionale nelle sue espressioni. Così, a seconda della “faccia” del prisma che si analizza può differenziarsi la risposta di tutela.

Occorre fare, dunque, alcuni distinguo in base alla natura dell’interesse, alla natura del servizio e del prodotto ed ai soggetti coinvolti nel rapporto.

⁷⁰² *Ex multis*, M. TOMMASINI, *Green claim e sostenibilità ambientale. le tutele ed i rimedi apprestati dall'ordinamento contro le pratiche di greenwashing*, in *Dir. fam. pers.*, 2023, p. 858 ss.; M. MASSIRONI, *Green claim e greenwashing al vaglio della giurisprudenza*, in *dirittobancario.it*, 2023; B. LA PORTA, *Riflessioni a margine di un'ordinanza cautelare del Tribunale di Gorizia: greenwashing tra concorrenza sleale e diritto del consumatore all'acquisto consapevole*, in *Dir. agrario*, 2022, p. 7; A. QUARANTA, *La retorica green e le comunicazioni ingannevoli: il greenwashing per la prima volta al vaglio del giudice di merito*, in *Amb. sviluppo*, 2022, p. 403 ss.; F. PALAZZINI, *Greenwashing nelle comunicazioni pubblicitarie e la rilevanza come atto di concorrenza sleale*, in *Riv. giur. ambiente*, 2021, p. 927. La risposta del giudice è di natura inibitoria, vietando ex art. 2599 c.c. «con effetto immediato, in via diretta e indiretta, la diffusione dei messaggi pubblicitari ingannevoli», sia quelli oggetto di denuncia dell'attrice, sia «ogni informazione non verificabile sul contenuto di materiale riciclato nel prodotto “Dinamica” veicolato in qualsiasi modo e forma». Il giudice, inoltre, commina, quale pena accessoria, la pubblicazione per sessanta giorni consecutivi dell'ordinanza di condanna sulla *home page* del sito internet della convenuta, con evidenti ricadute in termini reputazionali

⁷⁰³ La sentenza inedita è nota grazie a G. IERMANO, *op.cit.*, p. 127 s., la quale la commenta brevemente.

1. Quanto agli strumenti finanziari, come già premesso, non possono porsi sullo stesso piano: - strumenti che si limitano a promuovere generici obiettivi di sostenibilità o ad escludere l'insostenibile (art. 8 SFDR); - strumenti che hanno come obiettivo un impatto sociale e/o ambientale (art. 9 SFDR); - strumenti che non si limitano a coinvolgere l'interesse dell'intermediario e dell'investitore bensì introducono necessariamente un interesse terzo, ossia quello dei beneficiari del servizio promesso dall'investimento (*social impact bond*).

2. Con riferimento alla qualifica soggettiva delle parti del rapporto, invece, il ruolo di clienti e intermediari necessariamente assume connotazioni differenti.

- L'intermediario può essere emittente o distributore. Può dunque essere il *manufacturer* che confeziona lo strumento finanziario o colui che ne promuove la distribuzione presso i clienti.

L'intermediario non è più solo collettore del pubblico risparmio ex art. 47 cost.; le politiche di *nudge* (cd. spinta gentile) perorate dall'Unione Europea, lo rendono il giusto tramite per l'attuazione di determinate politiche sociali e ambientali e del governo dell'economia.

Chi lo riconduce alla funzione di ufficio di diritto privato sottolinea il passaggio dall'agire libero all'agire funzionale, dalla facoltatività alla discrezionalità. Sulla base di questa idea la prospettiva patologica cambia: oggetto di giudizio risulta essere l'attitudine originaria delle condotte rispetto al fine da perseguire con riferimento alla della titolarità dell'interesse che giustifica il suo potere-dovere.

- Indipendentemente dalla qualifica che si intende attribuire all'intermediario, resta il diverso livello di discrezionalità che l'offerta di un determinato servizio implica. Il potere di scelta, se non proprio di indirizzo, attribuito allo stesso nel rapporto di consulenza o gestione di portafoglio è totalmente differente dalla sua quasi assenza in caso, ad esempio, di servizio di mera esecuzione di ordini. Nella seconda ipotesi, infatti, all'intermediario si impone il rispetto dei *desiderata* del cliente. Nelle prime ipotesi, invece, grazie all'obbligatoria valutazione di adeguatezza dell'investimento rispetto al profilo del cliente ed alle caratteristiche del prodotto, l'intermediario è chiamato a optare per le operazioni che ritiene più consone, verificando altresì che le stesse continuino a rispecchiare le preferenze, esigenze e obiettivi del cliente.

- A sua volta, la qualifica dell'investitore, inteso in senso lato quale contraente debole, genera delle ripercussioni sul piano non solo delle tutele ma anche degli eventuali obblighi di intervento a cui il medesimo è sottoposto. Il cliente *retail*, persona fisica, non assume le stesse connotazioni del cliente consumatore (con cui si pone in rapporto di *genus a species*), a cui si potrebbe applicare tutto il regime delle pratiche commerciali scorrette, integrando in particolare la fattispecie della pubblicità ingannevole, in linea con la crescente tendenza dell'Autorità antitrust a intervenire a tutela del consumatore nel settore

bancario e assicurativo⁷⁰⁴. Allo stesso modo l'acquisto di strumenti finanziari di questo tipo potrebbe essere veicolato da piccoli enti, quali fondazioni, imprese sociali, enti filantropici che, a loro volta, hanno l'obbligo di rispettare il vincolo di scopo ideale o di interesse generale per cui vengono costituiti. In detta ultima ipotesi l'inerzia degli amministratori innanzi ad uno sviamento del capitale verso obiettivi non aderenti a quanto perseguito dallo statuto potrebbe generare a cascata una responsabilità degli stessi.

- Entrambi i soggetti partecipi, inoltre, sono portatori di interessi che superano la sfera privata, del singolo rapporto giuridico, e coinvolgono la tutela di valori di rango costituzionale e europeo quali l'ambiente, i diritti umani, gli interventi *welfare*. La scelta del singolo di partecipare con il suo capitale alla finanza alternativa colora l'interesse di una superindividualità che non può essere negata. La mancanza di razionalità, invece, lo allontana da un consenso informato, nell'accezione di autonomo e autoresponsabile, e lo avvicina ad un consenso "assistito" in virtù della elaborazione critica assegnata dalla legge all'intermediario, o addirittura ad un consenso "guidato", cioè volto a convincerlo della bontà di un determinato tipo di investimento sostenibile.

3. Situazioni patologiche del rapporto giuridico sorte prima del rilascio del consenso

3.1. Violazione degli obblighi di informazione, tra regole di validità e regole di condotta.

Ribadire, come è stato fatto, che il punto di partenza nei rapporti intermediario/cliente sia la fiducia, non significa negare rilievo all'informazione.

Al contrario, la nuova funzione assunta dall'informazione in questo settore dimostra che la sua corretta ed equilibrata circolazione è condizione essenziale per la funzionalità del mercato della finanza alternativa. La pervasività che in questa materia gli obblighi informativi, attivi e passivi, assumono in tutte le fasi del rapporto giuridico (pubblicità, precontrattuali, contrattuali) induce a sostenere che le prime questioni rimediali sorgano proprio attorno alla loro violazione.

Il tema è stato trattato *funditus* da dottrina e giurisprudenza proprio con riguardo alla natura degli obblighi informativi nei contratti di intermediazione finanziaria⁷⁰⁵, e cioè se questi abbiano forza di

⁷⁰⁴ La direttiva (UE) 2024/825 sul *greenwashing* ha tra gli obiettivi l'adeguamento della nozione di pratica commerciale scorretta al principio di sostenibilità. considera, infatti, vietate anche quelle pratiche che contengono informazioni false o ingannevoli per le caratteristiche sociali o ambientali dei prodotti, allo stesso modo della direttiva 22 marzo 2023 (COM(2023)166final) sui *green claims*. Ovviamente sono direttive generiche che non si rivolgono ai servizi finanziari. Tuttavia, danno l'idea dell'orientamento che l'Unione Europea sta assumendo nei confronti della pubblicità ingannevoli su prodotti *green*.

⁷⁰⁵ La questione "attualità della distinzione tra regole di validità/regole di condotta" si è manifestata proprio in ambito finanziario. In breve, la sentenza più famosa che ha dato la stura a tutto il dibattito successivo, Cass. Sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26725, in *personaemercato.it*, 2008, la quale ha sì ammesso l'imperatività delle norme sugli obblighi informativi. Allo stesso tempo, però, ha sostenuto che tale rilievo non sia sufficiente a dimostrare che la loro violazione comporti la nullità del contratto stipulato tra intermediario e cliente. A commento, *ex multis*, V. ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, in *Danno resp.*, 2008, p. 538 ss., il quale riprende in senso favore il principio di non interferenza, sostiene che lo stesso persista in tutto il sistema senza alcuna deroga neppure nel settore dei servizi finanziari. Secondo l'autore, in questa materia, sono numerose le

norme imperative, alla cui violazione segue, ex art. 1418, comma 1, c.c., la dichiarazione di nullità virtuale o se debbano essere letti come obblighi di condotta e, pertanto, siano assistiti dalla tutela risarcitoria e, in fase esecutiva, dalla eventuale risoluzione del contratto.

La questione, che si sviluppa sul terreno della discriminazione tra regole di validità e regole di condotta (secondo il cd. “principio di non interferenza”), è stata ormai superata da una parte della dottrina la quale ha dimostrato la sterilità assunta da tale distinzione⁷⁰⁶. Tutte le norme sono norme di condotta, volte a valutare il comportamento dei consociati.

regole di comportamento che impongono certe condotte in fase esecutiva e di conclusione del contratto le quali, nonostante abbiano di fatto natura imperativa, l'inosservanza delle stesse non genera nullità bensì apre le porte ad altri rimedi quali il risarcimento del danno a titolo di responsabilità precontrattuale, risoluzione per inadempimento e risarcimento del danno contrattuale in caso di norme relative alla fase esecutiva.

La teoria sembra condivisa dalla giurisprudenza spagnola più recente che «*rechaza la nulidad por incumplimiento de normas imperativas prevista por el artículo 6.3 del Código civil*». E ciò viene giustificato dal fatto che «*las normas reguladoras del mercado de valores “no prevén la nulidad de los contratos de inversión en cuya concertación la empresa de inversión haya incumplido los deberes de información, sino sanciones administrativas*». Allo stesso modo della giurisprudenza italiana si sostiene che questi non pregiudica che «*la infracción de estos deberes legales de información pueda tener un efecto sobre la validez del contrato, en la medida en que la falta de información pueda provocar un error vicio*» (STS 576/2020, de 4 de noviembre, ponente Ignacio Sancho Gargallo, con cita de las anterior 14/2016, de 1 de febrero: «*No es aplicable a estos casos la sanción de nulidad de pleno derecho prevista en el artículo 6.3 del Código Civil*»; STS 558/2019, de 23 de octubre, ponente José Luis Seoane Spiegelberg).

⁷⁰⁶ G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Napoli, 2013, p. 18 ss. e passim, in part. nota 3. Anche le regole di validità sintetizzano un dover essere, cioè una prescrizione di doveri e obblighi di condotta. Inoltre, pur volendo mantenere la demarcazione, nessuna norma dell'ordinamento, ad oggi, impedisce a priori di negare il rimedio della invalidità in caso di violazione di una regola di condotta. Se poi ci fosse una *ratio* concreta alla base di tale differenza alla stessa dovrebbe corrispondere un criterio di distinzione certo basato sulla struttura logica della norma. Invece la norma imperativa che giustifica la nullità ex art. 1418 c.c. assume la stessa forma di una norma imperativa ricondotta sotto l'alveo delle regole di comportamento. Infine, non è decisivo affermare che la buona fede non possa essere criterio di invalidità perché sarebbe illogico ammettere una nullità la cui legittimazione attiva spetti solo alla parte lesa, falsando la funzione della nullità stessa. Basti solo pensare alla nullità relativa. Altresì, l'invalidità potrebbe conseguire sia da clausole generali come la buona fede, sia dalla stessa violazione dei principi costituzionali quali regole di condotta. Quest'ultima asserzione rivela la non conformità del principio di interferenza con la stessa Costituzione; cfr. A. FACHECHI, *Regole di condotta e regole di validità: verso il superamento del principio di non interferenza*, in *Corti salernitane*, 2012, p. 339 ss.; C. CICERO, *Regole di validità e di responsabilità*, in *Dig. disc. priv.*, Sez. civ., Agg., Torino, 2014, p. 539 ss. *Contra*, A. GENTILI, *Contratto e violazione delle regole di comportamento: i rimedi e le responsabilità*, in S. ADAMO, E. CAPOBIANCO, P. CUCURACHI (a cura di), *Regolamentazione del mercato e contratto con gli investitori*, cit., p. 223 ss., che, nonostante sia a favore di questa “sacrosanta” distinzione, incontra ragioni giustificatrici che permettano, allo stesso tempo, di salvaguardare la logica binaria del sistema giuridico e flessibilizzare la risposta dello stesso in ambito rimediale, disancorandolo dalla rigida struttura codicistica. Proprio alcune violazioni di regole di comportamento, e tra questa la disinformazione in tutte le sue sfaccettature, opera sul piano dell'essere, cioè dell'atto giuridico, primo profilo del contratto, permettendo rimedi risarcitori. Allo stesso tempo è anche un fenomeno che ha incidenza sulla formazione o conformazione della regola, secondo profilo contrattuale, e come tale operante sul piano del dover essere, con conseguenti rimedi invalidanti. Chi è disinformato dalla controparte si costruisce una volontà anomala, diversa da quella che avrebbe costruito se fosse stato debitamente informato. La regola contrattuale, dunque, è viziata nel suo intrinseco contenuto dall'altrui illecita disinformazione. Ciò dimostra che, alla lesione degli obblighi informativi, può corrispondere un rimedio invalidante, per alcuni la nullità, per altri la annullabilità; già ID, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, p. 399: «Dobbiamo dunque tenere fermissimo che non c'è mai invalidità per mera violazione di norme di comportamento. Ma dobbiamo anche ogni volta domandarci se nella specie la violazione di una regola di comportamento sia lesiva

Fatte tali premesse, nel campo delle informazioni precontrattuali sul prodotto sostenibile (*product level*) si è visto come sorgono obblighi di emissione di schede sintetiche, prospetti, dichiarazioni, che specificano le caratteristiche dello stesso, la tipologia, se di promozione o di impatto, la finalità dell'investimento, ed il risultato atteso, nonché la relazione sull'allocazione dei proventi e le metriche per monitorare l'andamento e misurarne la riuscita.

Occorre, tuttavia, fare un distinguo.

1. In fase di emissione dell'offerta di tali strumenti sul mercato, l'intermediario emittente si rivolge al pubblico degli investitori attraverso il cd. prospetto informativo, documento che sintetizza i vantaggi e le clausole di ogni investimento finanziario, illustrandone i rischi, le finalità e la durata, ed include nello stesso le dichiarazioni di sostenibilità (cd. "*green claims o social claims*").

È possibile, tuttavia, che questi faccia un uso distorto di tale prospetto, omettendo, falsando, o dando informazioni incomplete. Le dichiarazioni di sostenibilità sono le prime a subire le suddette alterazioni: un'impresa che emette strumenti sostenibili, infatti, ha un ritorno di immagine molto positivo ed aumenta la sua attrattività sul mercato. Detto comportamento, però, genera un convincimento sbagliato in capo all'investitore sul contenuto dell'operazione e fa sorgere *in primis* un affidamento, e in caso di acquisto dello strumento, un diritto a che quanto promesso venga rispettato.

La medesima condotta distorsiva dell'intermediario-emittente tenuta nei confronti dell'investitore-consumatore, configurerebbe una ipotesi di pubblicità ingannevole, secondo la definizione data dalla disciplina delle pratiche commerciali scorrette. Se è vero che il professionista è chiamato a rispondere delle sue dichiarazioni quando le stesse diventano «elementi di fatto cui regole e doveri posti dall'ordinamento si riferiscono»⁷⁰⁷, allora l'intermediario che dà informazioni parziali, scorrette o le omette, pur dovendo rispettare quanto previsto dalle normative espresse, risponde dell'incoerenza tra quanto dichiarato pubblicamente e le condotte attuate nei confronti dei soggetti coinvolti dalle sue dichiarazioni⁷⁰⁸. In tal modo, il comportamento assunto dall'intermediario emittente viola la clausola di buona fede perché, approfittando del fisiologico squilibrio informativo di cui gode nei confronti dei consumatori⁷⁰⁹, consapevole della quasi impossibilità di questi di poter controllare la correttezza delle

di interessi ma senza riflessi sulla conformazione della regola, o se incida anche sul processo di formazione della regola, determinando, oltre il pregiudizio agli interessi altrui, pure una concomitante negativa incidenza sulla regola negoziale, che possa giustificare l'invalidità».

⁷⁰⁷ V. CAREDDA, *Autoresponsabilità e autonomia privata*, Torino, 2004, pp. 77 e 149.

⁷⁰⁸ Richiamando la buona fede si risponde all'«esigenza socialmente diffusa di chiarezza nei rapporti economici e di coerenza dei relativi comportamenti» (G.M. UDA, *La buona fede nell'esecuzione del contratto*, Torino, 2004, p. 80) e si giustifica la necessità di imporre al professionista obblighi precontrattuali di informazione relativi a «tutti i fatti e le circostanze che assumano rilievo ai fini di un'adeguata ponderazione dell'operazione economica che si intende realizzare» (G. CAPALDO, *Tutela del cliente e gestione d'impresa nei contratti bancari*, in AA. VV., *Governo dell'impresa e responsabilità dei gestori*, Padova, 2012, p. 371 ss.).

⁷⁰⁹ F. BERTELLI, *I green claims tra diritti del consumatore e tutela della concorrenza*, cit., p. 314: una volta dato per assodato, tanto dalla dottrina quanto dalla giurisprudenza, che la clausola di buona fede sia generale e pervasiva, estesa ben oltre i confini delle trattative di cui all'art. 1337 c.c. e pronta a dar vita ad autonomi obblighi

informazioni offerte, devia ingenti capitali verso obiettivi, quantomeno, non veritieri se non proprio immeritevoli. La conclusione è conseguente all'affermazione, già provata, che le dichiarazioni di sostenibilità soddisfano un interesse non patrimoniale che impone all'intermediario determinati comportamenti negoziali. La disciplina delle pratiche commerciali scorrette permette, quindi, di valutare l'appropriatezza dell'utilizzo degli *environmental* e *social claims* e sanzionare la diffusione di informazioni di sostenibilità incomplete, non verificabili o mentitorie.

1.1. Nella prospettiva di tutela individuale, in realtà, la violazione dell'informazione in prospetto è uno dei pochi casi per cui l'ordinamento prevede un rimedio. L'art. 94, comma 5, t.u.f., disciplina la responsabilità risarcitoria "da prospetto" per i danni subiti dall'investitore che «abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute» nello stesso. L'art. 173-bis t.u.f. integra, altresì, il reato di falso in prospetto se le informazioni esposte risultino false o vengano occultati dati o notizie in modo tale da indurre in errore i destinatari. La violazione viene punita severamente non solo in quanto lesiva della fiducia degli investitori nei confronti del mercato in generale, ma altresì perché pregiudica un settore, quello della finanza sostenibile, verso cui è orientata l'attuale politica economica dell'Unione Europea.

Al di là della sanzione penale, si prospetta, dunque, una forma di risarcimento del danno non patrimoniale in capo all'intermediario⁷¹⁰.

di protezione con radici nel principio di solidarietà costituzionale, il suo richiamo rafforza la posizione dei soggetti consumatori che agiscono sul mercato finanziario mossi anche da intenti sociali ed ambientali.

Sulla disciplina delle pratiche commerciali scorrette in Portogallo, si rinvia a S. PASSINHAS, *A propósito das práticas comerciais desleais: contributo para uma tutela positiva do consumidor*, in *Actas colóquio práticas comerciais desleais*, Coimbra, 2017, p. 107 ss., la quale conclude: «A protecção do consumidor, individualmente considera do, tal como decorre do regime português das práticas comerciais desleais, é fundamental para destruir o desequilíbrio criado pela prática comercial e que se traduziu na distorção substancial do comportamento económico dos consumidores. A anulação do contrato vai permitir ao consumidor desvincular-se de um compromisso que não quereria se não fosse a deslealdade do profissional e, nessa medida, é inegavelmente um instrumento de boa política legislativa. A invalidação do contrato e a desvinculação negocial do consumidor ao compromisso indesejado, ou em termos indesejados, é a solução comum no âmbito da protecção do consumidor [...] Note-se, todavia, que a protecção concedida é meramente negativa, desonerando o consumidor dos deveres com tratados assumidos. Não lhe permite, todavia, exigir o cumprimento daquilo que foi efectivamente oferecido. Partindo da convicção de que a protecção efectiva do consumidor requer mais do que uma protecção meramente negativa, exigindo antes uma protecção positiva, que se traduza na vinculação da entidade que criou no consumidor a confiança e a expectativa razoável de uma determinada posição contratual, procurámos indagar se existe essa resposta no nosso ordenamento jurídico».

⁷¹⁰ L'art. 38 LMV, riprende lo stesso art. 94 t.u.f. per *Responsabilidad del folleto*. Il risarcimento è previsto espressamente anche dall'ordinamento spagnolo. Tuttavia, i casi pratici portati all'attenzione dei tribunali vedono gli investitori rifuggire dallo stesso e ricorrere all'azione di annullamento del contratto di sottoscrizione per vizio del consenso, errore o dolo, al fine di ristabilire la situazione patrimoniale *ex ante*. Per approfondimenti, M. GALLEGU LANAU, *¿La acción de anulación del contrato de suscripción de valores es el instrumento adecuado para afrontar los vicios en el consentimiento derivados de falsedades en el folleto informativo?*, in *Revista de derecho bancario y bursátil*, 2019, p. 77 ss., la quale non è d'accordo con l'utilizzo dell'azione di annullamento data la natura sui generis del contratto di sottoscrizione di azioni in aumento capitale, nel quale il nuovo azionista diverrebbe socio della società quotata. Pertanto occorrerebbe rigettare la possibilità di detta azione secondo quanto previsto dall'art. 56 LSC. Sul tema anche M.I. GRIMALDO GARCIA, *Responsabilidad civil derivada del folleto de emisión de valores negociables*, Valencia, 2001, p. 51 ss.; in giurisprudenza i casi più eclatanti sono: il caso Bankia

1.2. L'intervento rimediabile nei confronti dell'emittente potrebbe superare la tutela risarcitoria individuale, legata al singolo rapporto, e considerare la proposizione di un'azione collettiva risarcitoria ex art. 140 c. cons. o art. 840 bis ss. c.p.c., la prima promossa dalle associazioni di consumatori a tutela dei loro interessi collettivi (qualora, appunto, i clienti si possono qualificare consumatori), la seconda, generica, esperibile da coloro che abbiano subito un danno a causa della lesione di diritti individuali omogenei. Qualora il danno potesse ancora essere evitato o limitato nella portata, la medesima azione collettiva potrebbe rivolgersi verso richieste di natura inibitoria⁷¹¹, che impediscano all'intermediario emittente di pubblicizzare e offrire sul mercato prodotti finanziari che non rispondono ai requisiti di sostenibilità promessi⁷¹².

2. Nel singolo rapporto intermediario distributore-cliente la questione si sposta dall'informazione pubblicitaria da prospetto alle informazioni precontrattuali, ricadenti nel contratto-quadro, relative al prodotto prescelto, nonché alla categoria in cui rientra quest'ultimo. La situazione patologica potrebbe

(STS 23/2016, 24/2016 3 febrero 2016, Sala Primera, Civil), dove il Tribunal Supremo annullò le sottoscrizioni per esistenza di errore e dolo invalidante, ed il caso Banco Popular in cui si sono pronunciati diversi giudici di primo grado dichiarando l'annullamento (SJPI Valladolid, 4 aprile 2018). Per il primo si veda A. VILLAMIL PÉREZ, *Recientes aportaciones en materia de derecho bancario: el caso Bankia*, in *Revista de derecho bancario y bursátil*, 2016, p. 197 ss.; per il secondo, J.C. GONZALEZ VAZQUEZ, *La primera aplicación del procedimiento de resolución bancaria por el MUR: dudas y valoraciones (provisionales) a la luz del caso Banco Popular*, in I. FERNANDEZ TORRES (coord.), *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro homenaje a Carmen Alonso Ledesma*, in *Iustel*, 2018, p. 1083 ss.

⁷¹¹ Sulla tutela inibitoria anche nelle pratiche commerciali scorrette, si veda E. LLAMAS POMBO, *op. ult. cit.*, § 6 ss., il quale ricostruisce detta forma di tutela nell'ordinamento spagnolo, sia in generale che in particolare nelle pratiche commerciali scorrette, nelle quali vale *el artículo 32.1.2ª de la Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal (LCD)* che «*contempla explícitamente una doble vía de tutela inibitoria del daño: a) de una parte, la “acción de cesación de la conducta desleal o de prohibición de su reiteración futura; y b) “la acción de prohibición, si la conducta todavía no se ha puesto en práctica”*». L'A. è altamente favorevole alla tutela inibitoria che consente di «prevenire invece che curare il danno», sostenendo che «*nada obliga a traducir el principio alterum non laedere en la regla “el que daña repara”*. Al menos no exclusivamente. Del viejo principio cabe derivar también el deber de adoptar las precauciones razonables que eviten el daño. “No dañar” supone, obviamente, “reparar el daño causado”; pero sobre todo es eso, “no causar daños” o, lo que es igual, evitar que se produzcan. De manera que el moderno Derecho de daños, indudablemente todavía en construcción, ha de bifurcarse para comprender dos manifestaciones distintas: a) La inhibición del daño amenazante, la prevención, a través de la llamada tutela civil inibitoria. b) La responsabilidad por el daño irrogado, la reparación, mediante la llamada tutela resarcitoria».

⁷¹² In aggiunta a quanto sinora esposto, occorre menzionare l'ipotesi peculiare in cui l'impresa su cui si investe, per dimensione, fatturato e attività, sia soggetta alla nuova direttiva “*Due Diligence*” (UE) 2024/1760. In questo caso, la direttiva stessa, agli artt. 8 e 9, prescrive un rimedio di natura inibitoria e risarcitoria in favore dei soggetti, o delle comunità (quindi, tutela individuale e collettiva) danneggiati o che hanno il legittimo timore di poterlo essere in futuro. Questi possono presentare un reclamo direttamente all'impresa affinché questa adotti misure adeguate a neutralizzare o ridurre gli impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente, che si era impegnata ad evitare. «Se necessario, nel caso non fosse possibile porre immediatamente rimedio, le viene richiesto di sviluppare e attuare senza ritardi ingiustificati un piano d'azione correttivo con scadenze ragionevoli e chiaramente definite per l'attuazione di misure appropriate e indicatori qualitativi e quantitativi per misurare il miglioramento. A tali misure e a quelle più riconducibili a pianificazione di investimenti e ad azioni di formazione, si aggiunge il pagamento di un risarcimento alle persone colpite e di una compensazione finanziaria alle comunità colpite dagli impatti negativi» (F. LAUS, *Corporate Sustainability Due Diligence e amministrazione del rischio*, in *Società*, 2024, p. 91 s.). In questo caso, tuttavia, il rimedio è a monte, tra l'impresa che riceve gli investimenti e le persone colpite o beneficiarie dalla sua attività.

assumere contorni differenti, aprendo le porte a rimedi ulteriori rispetto a quelli di natura risarcitoria da responsabilità precontrattuale.

2.1. Nei prodotti di impatto, l'interesse che anima l'investitore è di risultato. L'operazione alla base, infatti, è di tipo *payment by result* (o *win-win*): il rendimento economico dipende dalla percentuale di successo dell'impatto previsto. La costruzione di questa categoria impone una certa precisione nella descrizione degli elementi qualificanti: obiettivo dell'investimento, metriche per misurare il risultato atteso, indicazioni relative all'allocazione del capitale, soggetti coinvolti nell'operazione ed eventuale target di beneficiari. L'informazione relativa a tali caratteristiche assurge, quindi, a fattore costitutivo dell'operazione. La sua mancanza, incompletezza o genericità potrebbe trasformare tali operazioni economiche in "scatole impenetrabili" (come già accaduto per le operazioni sui derivati *interest rate swap*), rendendo l'oggetto del contratto non solo indeterminato, quanto indeterminabile. La incertezza sulle modalità di monitoraggio del risultato lascerebbe in forse anche il requisito della possibilità materiale: un contenuto ambiguo non consente all'investitore di avere contezza della percentuale di riuscita dell'operazione o al contrario della percentuale di rischio sussistente di mancata realizzazione⁷¹³. Di conseguenza, non pone l'investitore stesso nella condizione di prestare un consenso consapevole, inteso non come capacità di fare la scelta ottimale date certe informazioni di partenza, bensì come possibilità di ponderare, con la guida dell'intermediario, l'aderenza dell'operazione di investimento al proprio interesse perseguito. L'incertezza relativa al contenuto ed al funzionamento dell'intera attività sottesa all'investimento, genererebbe un'alea contrattuale oltremodo irragionevole, superiore in termini di entità e natura all'alea fisiologica che di norma caratterizza questo tipo di negozio giuridico di scommessa autorizzata (*ex art. 1934 c.c.*) e lo rende meritevole di tutela⁷¹⁴.

Se, dunque, l'informazione si presenta come elemento costitutivo e detto elemento costitutivo è carente, assente o estremamente generico, si potrebbe considerare il rapporto di investimento come nato invalido⁷¹⁵. Più che una responsabilità precontrattuale dell'intermediario da lesione degli obblighi

⁷¹³ Più in concreto, si potrebbe parlare del SIB promosso a Trento sulle politiche di ricollocamento di soggetti disoccupati (tra cui madri in cerca di ricollocazione dopo periodi di astensione dal lavoro per maternità o disoccupati di lunga durata) in cui sembrano totalmente assenti i dettagli relativi allo scopo sociale dell'iniziativa ed al target, nonché secondari rispetto alla necessità di mettere a fuoco gli strumenti tecnici che consentano il superamento di ostacoli legati alle vigenti regole di contabilità pubblica. Nell'operazione economica citata si dubita, dunque, della determinabilità dell'oggetto stesso o, addirittura, della possibilità di ricollocarlo nello schema del SIB. Del progetto, e delle sue criticità, più approfonditamente ne parlano D. GAMBARDELLA, R. LUMINO, *Investire nel sociale si può? Esperimenti di Social Impact Bond in Italia*, in *Politiche sociali*, 2019, p. 289 ss.

⁷¹⁴ Si ribadisce che il fatto che le scommesse siano autorizzate nel nostro ordinamento non toglie che ciò che viene investito è risparmio «di un paese o di una collettività (che viene) incanalato attraverso strumenti finanziari che difettano di meritevolezza, di ragionevolezza e di intrinseca adeguatezza»: P. PERLINGIERI, *Crisi dei mercati finanziari e crisi delle imprese*, in *Riv. dir. impr.*, 2011, p. 246 s.

⁷¹⁵ Contrariamente a quanto ritenuto dalla Cassazione (Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, in *Danno resp.*, 2006, p. 25 ss.), che ha negato la nullità di un contratto di investimento in cui non era stata fornita adeguata informazione, sostenendo che la disinformazione non incide sulla natura o sull'oggetto del patto ma solo sulla convenienza.

informativi, sarebbe giustificabile, altresì, una dichiarazione di nullità per mancanza di uno degli elementi essenziali del contratto ex art. 1418, comma 1, c.c., con conseguente estinzione dell'intera operazione economica e restituzione di quanto investito.

2.2. Conclusioni analoghe sarebbero, invece, sproporzionate se oggetto del rapporto di investimento fossero prodotti che, tra le altre caratteristiche, promuovono anche caratteristiche ambientali o sociali (art. 8 SFDR). L'interesse da tutelare dell'investitore non è più rivolto al risultato esatto quanto alle modalità di gestione del capitale investito. La condizione, infatti, è che il capitale giunga a imprese che rispettano prassi di buona *governance*. L'informazione è anche qui "calda" e necessaria perché offre gli indicatori qualitativi e quantitativi standard scelti per promuovere la sostenibilità; tuttavia lo scopo è più generico, orientato a sostenere imprese che perseguono politiche *green* o *social*. Di conseguenza, una carenza o la manipolazione informativa difficilmente intaccherà gli elementi essenziali del contratto. Ciò non esclude, tuttavia, che l'investitore potrebbe richiedere il risarcimento del danno da responsabilità precontrattuale, essendo l'intermediario inadempiente rispetto agli obblighi prescritti, o l'annullamento per vizio del consenso; questo secondo caso sempre nell'ipotesi in cui la violazione delle regole informative abbia effettivamente pregiudicato il consenso rilasciato dal cliente, ad esempio, avendolo indotto in errore in relazione alle *performance* a cui il prodotto doveva aspirare o alla portata degli impegni assunti dal professionista in tal senso⁷¹⁶.

In entrambi i casi, comunque, l'esito sarebbe lo stesso: invalidità dell'operazione e restituzione del capitale.

3.2. Dall'informazione attiva all'informazione passiva. Situazioni patologiche causate da ulteriori violazioni di regole di condotta da parte dell'intermediario.

Una volta superato il concetto di autoreponsabilità del cliente, la completezza dell'attività informativa da parte dell'intermediario non è più una garanzia di correttezza di aderenza dell'investimento alle esigenze di quest'ultimo.

1. Con riferimento alla tipologia del prodotto, con riguardo a quelli d'impatto, un'informazione all'apparenza corretta e adeguata, potrebbe comunque celare una impossibilità originaria della

Per A.A. DOLMETTA, *Della ricerca giurisprudenziale di contenere entro «ragionevoli limiti» l'operatività in derivati*, in *Società*, 2016, p. 712, l'assenza di trasparenza informativa può essere considerata come «fatto oggettivo» nonché come «fatto propriamente connotante un dato prodotto» (come nei prodotti *For You*).

⁷¹⁶ Per quest'ultima ipotesi, in ambito di pratiche commerciali scorrette tra intermediario e consumatore, è stato suggerito l'uso della nullità di protezione: E. CAPOBIANCO, *Le pratiche commerciali scorrette nel settore bancario*, in *Dimaf*, 2018, p. 28.

STS Pleno 769/2014, del 12 de enero de 2015, ponente Rafael Saraza Jimena, «*concorre vicio en el consentimiento por error por la falta de conocimiento adecuado del producto (...) y de los concretos riesgos asociados al mismo, que determina en el cliente (...) una representación mental equivocada sobre las características esenciales del objeto del contrato, debido al incumplimiento por la empresa de inversión (...) de los deberes de información que le impone la normativa del mercado de valores cuando contrata con clientes respecto de los que existe una asimetría informativa*».

prestazione promessa, ovvero una impossibilità di raggiungimento dell'impatto, il quale è costitutivo dell'operazione economica alla base e centro dell'interesse non patrimoniale dell'investitore. Si pensi alla promessa di produzione di energia elettrica pulita per un'intera regione a mezzo di impianti che, per dimensioni, oggettivamente, non possono garantire la quantità di consumo prestabilita, da cui dipenderebbe tanto la riduzione di spesa quanto il guadagno economico per l'investitore. In questo caso, per chi conferisce importanza essenziale alla comunicazione, il rapporto giuridico sarebbe all'apparenza valido: l'oggetto è determinato, il consenso è rilasciato in condizioni di consapevolezza. Tuttavia, mancherebbe la *ratio* del rapporto giuridico. Se ci si attende un risultato per cui si investe, che però *ab origine* è irraggiungibile, ad essere lesi sono tanto l'interesse del cliente, che non otterrà né il ritorno economico, né vedrà realizzato il suo obiettivo sociale o ambientale, quanto l'interesse di eventuali terzi coinvolti nell'operazione, nonché l'interesse stesso dell'ordinamento a conservare un investimento a sostegno di politiche ambientali e sociali. Il rapporto giuridico sarebbe totalmente privo di causa perché verrebbe meno la finalità principale per cui è stato contratto. Nessuno dei due obiettivi, quello di sostenibilità e quello di rendimento economico, potrebbero essere soddisfatti, essendo il primo causa necessaria del secondo. Di conseguenza, non trovando giustificazione il principio di conservazione di un'operazione impossibile, si potrebbe paventare quale rimedio la nullità totale.

Pensare ad un'impossibilità originaria riguardo ai prodotti non di impatto, bensì di promozione della sostenibilità è più difficile, sempre per la medesima ragione relativa alla genericità degli obiettivi prestabiliti. A meno che, ovviamente, l'impossibilità originaria non sia dovuta ad una condotta scorretta dell'intermediario.

Non è detto, infatti, che l'intermediario agisca sempre in buona fede. Esistono situazioni in cui nella condotta tenuta si può ravvisare il dolo. Una di queste è proprio connessa alla impossibilità originaria, ovvero all'insostenibilità, *ab origine*, ambientale o sociale dell'obiettivo promesso.

Già in precedenza si è ipotizzata la pratica di *misseling* in cui l'intermediario finanziario, in conflitto di interessi non dichiarato, consiglia all'investitore prodotti che si rivelano più "brown" di quanto descritto, ben consapevole della loro incapacità di rispondere alle preferenze di sostenibilità espresse dal cliente. È il caso di strumenti finanziari apparentemente finalizzati a finanziare imprese che, ad esempio, producono auto elettriche, promettendo basse emissioni di CO₂, ma che in realtà fanno uso di carburanti fossili, essendo prive di tecnologie che consentano loro di rispettare le dichiarazioni di sostenibilità. Le ragioni sottostanti questo comportamento potrebbero essere le commissioni o gli *inducements* più alti che ne ricava l'intermediario, essendo prodotti magari immessi sul mercato da imprese a questo connesse o facenti parte del proprio gruppo di imprese o, addirittura, emessi dall'intermediario stesso in qualità di produttore-distributore.

Al dolo, generalmente, consegue la possibilità di annullare il contratto di sottoscrizione ai sensi dell'art. 1439 c.c. per via del consenso viziato. Tuttavia, «la stessa condotta potrebbe determinare

conseguenze meramente risarcitorie nell'ipotesi del dolo incidente (di cui all'art. 1440 c.c.) «qualora i raggiri dell'intermediario abbiano indotto l'investitore a concludere un contratto a condizioni diverse rispetto a quelle che effettivamente avrebbe accettato se fosse stato messo a conoscenza dell'alternativa»⁷¹⁷. Esempio ne è il caso del sottoscrittore, avente un interesse generico di promozione della sostenibilità, il quale avrebbe anche potuto accettare di investire in strumenti con percentuali ESG più ridotte, o orientarsi verso strumenti dai profili *light-green* o *light social*; e ciò proprio in considerazione del fatto che la stessa disciplina di settore prevede la già criticata possibilità di “adattare *in fieri*”, ed al ribasso, le preferenze di sostenibilità dell'investitore, in caso di impossibile allineamento tra le stesse ed i prodotti a disposizione dell'intermediario. In questa situazione, quindi, l'investitore richiede un risarcimento per il raggio subito e non per il “tradimento” del suo interesse non patrimoniale.

2. La valutazione della condotta dell'intermediario va però calibrata in base al servizio che viene da questi offerto.

Nel servizio di consulenza o gestione di portafoglio, l'intermediario è chiamato a effettuare, *in primis*, la profilazione del cliente. In conseguenza della stessa deve consigliare o, nell'ipotesi di gestione di portafoglio, investire per conto del cliente in strumenti che superino la cd. valutazione di adeguatezza. È necessario, dunque, che il professionista rilasci una dichiarazione attraverso la quale giustifica come le decisioni prese aderiscano al profilo nonché alle preferenze dell'investitore.

Lo scenario di *misselling* paventato può derivare da una valutazione di adeguatezza scorretta. Se è considerabile caso di scuola la totale assenza della valutazione di adeguatezza, è possibile tuttavia che la stessa pecchi di correttezza, o per via della violazione del dovere di diligenza dell'intermediario, o a causa proprio di condotte opportunistiche tenute in conflitto di interessi e per le quali è irrilevante verificare il grado di diligenza utilizzato nell'esecuzione della prestazione, attesa la volontaria inosservanza della regola contrattuale da parte dell'intermediario stesso⁷¹⁸.

Tuttavia, tanto nella gestione di portafoglio, quanto nell'attività di consulenza, vi sono margini di discrezionalità⁷¹⁹ dell'intermediario che impongono all'investitore di provare che la condotta tenuta da

⁷¹⁷ D. LENZI, *op. cit.*, p. 151.

⁷¹⁸ E. GIORGINI, *Consulenza finanziaria e sua adeguatezza*, cit., p. 116, «un giudizio effettuato ma che si rivela scorretto negli esiti riverbera, per quel vincolo di strumentalità, gli effetti sull'inadeguatezza della successiva operazione finanziaria» (così anche Trib. Milano, 23 marzo 2012, in *ilcaso.it*). Secondo l'A., allora, non resta che valutare caso per caso il “livello di inadeguatezza” e quanto questo possa pregiudicare l'esistenza, la meritevolezza o la liceità della causa contrattuale.

⁷¹⁹ Discrezionalità senz'altro maggiore nella gestione di portafoglio rispetto agli altri servizi di investimento poiché il cliente delega l'intermediario a gestire il proprio patrimonio, sia pur entro i limiti stabiliti dalla disciplina (legislativa e regolamentare) e dal contratto, che continua a rappresentare la fonte esplicita dei doveri dell'intermediario. e nel contratto con clienti al dettaglio siano indicati i tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente e i tipi di operazioni che possono essere realizzate su tali strumenti, inclusi eventuali limiti; gli obiettivi di gestione, il livello del rischio entro il quale il gestore può esercitare la sua discrezionalità ed eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità; la possibilità per il portafoglio di essere

questi sia stata effettivamente lesiva del suo *best interest* che, si ricorda ancora una volta, non è solo patrimoniale.

Diversamente accade nell'ipotesi in cui l'investitore effettui autonomamente delle transazioni su strumenti finanziari. Il servizio reso dall'intermediario è destinato ad un pubblico di clienti più esperti ed è protetto dal meccanismo di valutazione di appropriatezza, il quale però si limita a verificare che l'investitore comprenda i rischi legati all'investimento e sia consapevole della tipologia di prodotto finanziario prescelto. Se la valutazione del cliente dovesse dare esito negativo, mostrando quindi che l'operazione di investimento non è appropriata al suo profilo, l'intermediario è tenuto ad informare il cliente⁷²⁰. L'ultima parola spetterà comunque sempre all'investitore che potrà confermare di voler procedere ugualmente con l'operazione finanziaria, assumendosene la responsabilità. Questo tipo di servizi rilevano meno ai fini del ragionamento poiché, generalmente, non toccano i clienti *retail*, oppure sono destinati a investimenti con bassi livelli di complessità tra cui si fa fatica ad inserire, ad esempio, le obbligazioni tematiche qui in esame. L'intermediario, soprattutto, non è chiamato a verificare le preferenze di sostenibilità del cliente ma si limita a prendere atto delle scelte di investimento che, questo sì, potrebbero contenere fattori ESG.

3.3. (segue) Situazioni patologiche durante la fase esecutiva del contratto

In conseguenza di quanto affermato, nel momento in cui viene stipulato un contratto che lascia margine di libertà di azione all'intermediario, questi deve adottare un comportamento che rispecchi il livello di diligenza professionale richiesto. La discrezionalità che caratterizza questi servizi (si ripete, consulenza e gestione di portafoglio), infatti, coinvolge i mezzi e le modalità di esecuzione ma non deve intaccare i fini e gli interessi fondamentali espressamente perseguiti dal cliente. Pertanto:

- se l'investitore non ha acconsentito a rivedere a ribasso le sue preferenze di sostenibilità e l'intermediario, nell'ambito della valutazione di adeguatezza abbia comunque proposto, ed effettuato, l'investimento in prodotti non aderenti alle prospettive di sostenibilità – comportamento espressamente vietato *ex art. 54 MIFID II DR* –, questi è inadempiente⁷²¹. Sarebbe, quindi, giustificabile, per parte

caratterizzato da effetto leva e, infine, la descrizione del parametro di riferimento al quale verrà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente (il c.d. *benchmark*).

⁷²⁰ «Il ricorso può trovare accoglimento se l'intermediario non dimostra di avere effettuato correttamente la valutazione di adeguatezza/appropriatezza, essendosi limitato ad affermare di averla compiuta con esito positivo, senza fornire alcuna prova al riguardo, oppure non dimostra di aver rappresentato all'investitore, in modo puntuale e compiuto, le ragioni di un'eventuale giudizio negativo: la mancata esplicitazione dei motivi dell'esito negativo della valutazione non consente, infatti, al cliente di valutare con piena consapevolezza il giudizio dell'intermediario in funzione della conseguente decisione di dare o meno seguito all'investimento» (ACF, *Relazione sull'attività svolta*, in acf.consob.it/web/guest/pubblicazioni/relazioni-annuali, 2020, p. 34).

Nella mera esecuzione di ordini in cui l'intermediario esegue quanto richiesto dal cliente non v'è da parte dello stesso alcun obbligo di effettuare la valutazione di appropriatezza.

⁷²¹ E. GIORGINI, *Consulenza finanziaria e sua adeguatezza*, cit., p. 115, sostiene che quando il divieto di indirizzare raccomandazioni inadeguate e, quindi, di eseguire operazioni inadeguate è espressione del divieto di

dell'investitore, un'azione di risoluzione del contratto e risarcimento del danno, qualora sussistano i presupposti di cui all'art. 1455 c.c. e quindi allorché, nella morfologia del rapporto, l'inadempimento non rivesta scarsa importanza rispetto al complesso dell'operazione. Si è già sostenuto, infatti, che le preferenze espresse di sostenibilità non sono secondarie o accessorie a tutti gli altri criteri di profilazione del cliente. L'interesse di colui che investe in strumenti con fattori ESG è uno e composito. Non adeguare le scelte alla componente non patrimoniale di detto interesse lede il *best interest* del cliente. V'è chi sostiene che in questo caso il rimedio possa essere di tipo invalidante. Ciò in quanto «il divieto di investire in maniera inadeguata è posto da una norma imperativa e non riguarderebbe più un obbligo di comportamento imposto all'intermediario o al consulente che ha ad oggetto un'informazione, bensì sarebbe volto a impedire l'operazione di investimento, se e in quanto inadeguata»⁷²². Il giudizio sarebbe, dunque, di validità dell'atto, e la nullità conseguirebbe alla violazione della norma imperativa di protezione⁷²³.

- Così come sarebbe giustificabile un'azione di annullamento nell'ipotesi in cui la valutazione di adeguatezza sia viziata dal dolo dell'intermediario. Ne è stato fatto un esempio innanzi, allorché si è ipotizzato il suggerimento di acquisto di *bond* di cui l'intermediario conosce la natura *brown*. In generale sono ipotesi in cui l'intermediario abusa della propria posizione in conflitto di interessi.

- Oppure, la valutazione di adeguatezza è corretta ma è sbagliata la gestione del portafoglio. Il dolo, infatti, si riscontrerebbe anche nel caso del cd. *churning*, la situazione di *trading* in cui l'intermediario, che gestisce il portafoglio, acquista e vende strumenti con caratteristiche ESG, questa volta adeguati al profilo del cliente, solo per generare movimentazioni, e quindi commissioni a suo vantaggio, senza incrementare né il rendimento, né apportare migliorie al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità. La situazione è particolare in quanto, nonostante la condotta rilevi comunque come condotta in conflitto di

contrarre ex art. 21 t.u.f. e art. 39 reg. Consob, si potrebbe configurare una ipotesi di nullità ai sensi dell'art. 1418 c.c. Di conseguenza, il contratto sarebbe necessariamente nullo. *Contra*, R. NATOLI, *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto «di risparmio»*, in *Contratti*, 2010, p. 72, il quale non ritiene che debba assegnarsi un peso eccessivamente rilevante al termine “astenersi”, tale da prospettare un divieto di contrarre a carico dell'impresa di investimento e, quindi, una nullità virtuale.

⁷²² R. DI RAIMO, *Antecedenti e criteri ordinanti delle tutele nella negoziazione bancaria e finanziaria*, in E. LLAMAS POMBO L. MEZZASOMA, U. RANA e F. RIZZO (a cura di), *La tutela del consumatore nella moderna realtà bancaria (profili internazionali)*, 2020, p. 86, sostiene che *de iure condendo* la prospettiva auspicabile sarebbe di formalizzare *ex ante* le ragioni sottese alle scelte dell'intermediario. secondo l'A. è la motivazione l'unico strumento tipico, unico e tecnicamente insostituibile per rendere conoscibili e giustiziabili la negligenza e l'abuso del titolare di poteri discrezionali, permettendo una valutazione della condotta disancorata da dati formali e operata sul diretto collegamento tra ragioni della decisione e dell'azione e risultati della medesima (obbligatoria ai sensi dell'art. 54, par. 12, co. 1, MIFID II DR). Ovvero, il passaggio da diritto soggettivo a potere-dovere, dall'agire libero a quello funzionale, dalla facoltatività alla discrezionalità, comporta l'abbandono del modello negoziale come categoria ordinante.

⁷²³ M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, cit., p. 157. Così in Spagna, in cui si spiega che «la Ley condiciona la oferta a la previa evaluación de la adecuación del producto al perfil del cliente y si el cliente no tiene capacidad para soportar las pérdidas la entidad tiene la obligación legal y contractual de abstenerse de ofrecer el producto. Si lo ofrece infringiendo esta prohibición, la operación es nula de pleno Derecho por infracción de norma imperativa» (STS 558/2019, de 23 de octubre).

interessi, violativa del principio di correttezza e diligenza, dal punto di vista dell'interesse non patrimoniale alla sostenibilità, il danno che spingerebbe il cliente ad agire potrebbe riguardare solo i casi in cui gli strumenti di interesse sono di impatto, ovvero strumenti in cui importa uno specifico risultato. In ipotesi di strumenti che promettono solo la promozione di obiettivi verdi o sociali, al cliente potrebbe bastare l'inserimento nel suo portafoglio di tali strumenti in una certa percentuale, restando indifferente rispetto alle loro caratteristiche specifiche. Il comportamento scorretto, in questo caso, quindi, si consumerebbe sul lato dell'interesse patrimoniale per via dell'addebito di commissioni non giustificabili da parte dell'intermediario.

In generale, l'art. 38 reg. intermediari richiede che nel contratto con clienti al dettaglio siano indicati «i tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente e i tipi di operazioni che possono essere realizzate su tali strumenti, inclusi eventuali limiti; gli obiettivi di gestione, il livello del rischio entro il quale il gestore può esercitare la sua discrezionalità ed eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità». Il rapporto rischio/rendimento viene individuato in un *benchmark* che permette di controllare la *performance* di gestione. Conseguentemente, una gestione che attui strategie di investimento non coerenti, con un grado di rischio più elevato rispetto a quello tollerato dall'investitore, configurerebbe un inadempimento da parte del gestore dei propri obblighi contrattuali ed il diritto dell'investitore al risarcimento dell'eventuale danno subito⁷²⁴. Il medesimo ragionamento si potrebbe estendere alle preferenze di sostenibilità il cui rispetto dovrebbe potersi considerare limite valutativo della *performance* dell'intermediario.

- A tal proposito, l'inadempimento in fase di esecuzione potrebbe celarsi anche nel mancato rispetto degli obblighi informativi che devono accompagnare tutta la durata del rapporto. In generale, all'intermediario è imposta una valutazione periodica di aderenza degli investimenti effettuati al profilo dell'investitore, nonché alle sue necessità ed esigenze che potrebbero cambiare. La valutazione di adeguatezza, quindi, deve essere aggiornata per tutta la durata del rapporto. In particolare, per gli investimenti sostenibili è previsto il rilascio di informazioni che, tenendo conto degli indicatori ESG di riferimento menzionati nel contratto originario, diano notizia dei progressi effettuati nella promozione o nel raggiungimento dell'impatto e spieghino come le strategie di investimento seguite stiano contribuendo all'obiettivo; o, al contrario, giustificino eventuali ritardi rispetto alle previsioni o diano conto dei necessari aggiustamenti⁷²⁵. In questo modo il cliente ottiene tanto l'informazione quanto il

⁷²⁴ G.M. BUTA, *Gestione individuale di portafogli, MiFID II e responsabilità dell'intermediario per mancato rispetto del benchmark prescelto dal cliente*, cit., p. 202: « Il benchmark non può essere considerato l'unico indicatore della correttezza della gestione o un elemento "normativo" del regolamento negoziale, ma il giudice può ritenere anche sulla base di tale indicatore che l'attività di gestione sia stata realizzata fuori dalla forbice di rischiosità consapevolmente accettata dall'investitore secondo le informazioni contrattuali. Come si legge nella sentenza, il portafoglio titoli acquistato è risultato radicalmente».

⁷²⁵ L'art. 21 reg. *green bond*, per gli intermediari emittenti prevede la possibilità, e quindi la volontarietà, di utilizzo di modelli che diano informazioni post-emissione su come i proventi vengano usati, e in che percentuale,

controllo o monitoraggio sull'andamento dell'investimento. L'inadempimento dei suddetti obblighi genera una responsabilità di natura contrattuale in capo all'intermediario e giustificerebbe una richiesta di risoluzione del contratto e di risarcimento del danno. L'assenza di informazioni sull'andamento degli investimenti sostenibili, infatti, potrebbe spostare la impenetrabilità dei contenuti dell'operazione dal momento della sua conclusione alla fase successiva dell'esecuzione. La mancata informazione impedisce il controllo da parte dell'investitore sulla correttezza dell'attività dell'intermediario, gli nega la possibilità di individuare eventuali situazioni di impossibilità sopravvenuta, che ritardano o ostacolano il raggiungimento dei risultati promessi e, di conseguenza, inficia il consenso che deve essere confermato in maniera consapevole per tutto il rapporto di durata.

In tutti i casi prospettati, infatti, l'intermediario rompe il rapporto fiduciario instaurato con il cliente perché abusa del suo mandato o opera eccedendo i limiti dello stesso in un sistema, quale quello della finanza sostenibile, in cui la sua figura di guida è estremamente importante per creare consapevolezza nell'investitore, nonché per indurlo a sostenere la nuova tipologia di investimento. In generale, il cliente potrebbe far valere la disciplina di cui all'art. 1711 c.c. secondo il quale gli effetti dell'atto gestorio restano in capo al mandatario in ipotesi di abuso, difetto o eccesso di mandato. La giurisprudenza, a tal proposito, ha affermato che la violazione della disciplina del conflitto di interesse o dell'inadeguatezza rende nullo il mandato. Se è nullo il mandato, lo è altresì l'atto di ritrasferimento perché viene a mancare la causa dell'atto gestorio. Se così fosse il contratto concluso dall'intermediario resterebbe efficace sul mercato ma imporrebbe all'intermediario, su cui ricadrebbero gli effetti dell'operazione di investimento, la restituzione al cliente dell'intero capitale investito maggiorato degli interessi⁷²⁶.

Chi ricostruisce la figura dell'intermediario quale ufficio di diritto privato, sostiene che nel momento in cui questi compie operazioni non adeguate al perseguimento degli interessi in gioco, si sarebbe sempre in presenza di un eccesso o abuso di potere, figure che nel caso di specie verrebbero a coincidere per via del ruolo istituzionale dell'intermediario e per la sua funzione oggettiva⁷²⁷. Il contratto stipulato, pertanto, non conterrebbe gli elementi oggettivi da cui dipenderebbe la sua efficacia. Il rimedio per la

per attività ecosostenibili. In effetti, sugli obblighi informativi post-contrattuali anche l'ACF ha avuto modo di affermare che: «l'esistenza di un obbligo in capo all'intermediario di informazione circa le vicende e l'andamento del titolo successivamente al suo acquisto non può essere desunta, sic et simpliciter, dalla previsione dell'art. 21 del TUF. La previsione di un obbligo di informazione post-contrattuale, collocato cioè nella fase esecutiva del rapporto, può sussistere solo nell'ambito del contratto di gestione di portafogli e del servizio di consulenza in materia di investimenti, laddove previsto nel contratto, trovando in questi casi giustificazione nelle specificità proprie di tali servizi» (ACF, 6 aprile 2020, n. 2442; 7 settembre 2020, n. 2863, in acf.consob.it/web/guest/decisioni-del-collegio/ricerca-per-oggetto-del-ricorso).

⁷²⁶ Soluzione adottata da Trib. Milano, 14 febbraio 2009 e 18 febbraio 2009, entrambe in *ilcaso.it*.

⁷²⁷ L'ufficio di diritto privato incarna una forma di rappresentanza legale. Mentre nella rappresentanza volontaria l'agire per conto altrui sconta l'origine soggettiva della funzione e, pertanto, l'eventuale abuso di potere deve fare i conti con la posizione dei terzi in buona fede (si pensi alla disciplina del conflitto di interessi di cui all'art. 1394 c.c.), l'eccesso di potere ha rilievo oggettivo. L'eccesso sta per carenza di potere, quindi inefficacia dell'atto come rimedio. Nella rappresentanza legale non esiste la limitazione della riconoscibilità del conflitto da parte dei terzi. Pertanto eccesso e abuso vengono a coincidere (R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche*, cit., p. 1122 ss.).

condotta controfunzionale potrebbe, dunque, essere la sua inefficacia (per eccesso di potere del rappresentante) o la rifiutabilità degli effetti (per eccesso di potere del mandatario), in aggiunta al risarcimento del danno⁷²⁸. L'operazione resterebbe in piedi però a carico dell'intermediario. L'investitore, invece, otterrebbe il risarcimento del danno, e disconoscerebbe gli effetti della stessa non rispecchianti gli interessi per cui aveva contratto.

È certo, però, che la soluzione peccherebbe di effettività: l'interesse non patrimoniale dell'investitore al perseguimento di obiettivi di sostenibilità rimarrebbe incompiuto. Di contro, resterebbero in vita investimenti rivolti a imprese disallineate dalla sostenibilità o *brown* o, ancora, operazioni economiche prive di caratteristiche che consentano loro di raggiungere l'impatto promesso. Verrebbe compromessa, quindi, la fiducia dei singoli nel mercato degli investimenti sostenibili, considerati solo come collettori di capitali senza sostanza e, di conseguenza, ne uscirebbe lesa anche la stessa politica di incentivo dell'ordinamento.

- La qualificazione dell'intermediario come ufficio di diritto privato potrebbe avere dei risvolti anche sulle prestazioni *execution only*, ossia sulle prestazioni che non prevedono un intervento pervasivo in capo all'intermediario. È stato affermato che è vero che l'obbligo di astenersi rispetto ad operazioni inappropriate cessa con la conferma da parte del cliente dell'ordine anche se queste sono state sconsigliate dallo stesso intermediario. La decisione infatti è un libero atto volitivo del cliente anche se assistito dall'intermediario il quale coopera con lo stesso. Tuttavia, in questi casi non viene messa in dubbio la libera scelta del cliente quanto la posizione dell'intermediario che è titolare di un'iniziativa vincolata nei fini, titolare quindi di un potere-dovere. Anche in questo caso l'efficacia degli atti deriva dal legittimo esercizio di tale potere. Pertanto, la sua condotta, informativa, di monitoraggio e controllo, deve essere valutata in relazione alla sua capacità di rispettare i fini di tutela dell'interesse del cliente e integrità del mercato. Secondo questa ricostruzione quindi ci si potrebbe chiedere se non possa sussistere una coresponsabilità in capo all'intermediario che non dimostra di aver rappresentato all'investitore, in modo puntuale e compiuto, le ragioni di un'eventuale giudizio negativo della valutazione di appropriatezza, lasciandolo investire il suo risparmio in attività che non rispondono al suo *best interest*, in violazione anche dell'art. 47 cost.

4. Risarcimento del danno non patrimoniale da violazione di interesse non patrimoniale. Dubbi circa il suo carattere satisfattivo.

Spesso si è suggerito come rimedio il risarcimento del danno, alle volte accompagnato anche dalla risoluzione del contratto. Il disallineamento dell'investimento rispetto alle preferenze espresse di

⁷²⁸ D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, cit., p. 92, afferma che questa sarebbe la soluzione migliore, rispettosa delle categorie ordinanti del diritto civile e soddisfacente dal punto di vista funzionale, poiché l'intermediario, su cui si stabilizzano gli effetti, potrebbe tornare sul mercato compensando il danno con il lucro.

sostenibilità indurrebbe, infatti, a ravvisare una responsabilità dell'intermediario da inadempimento contrattuale per lesione di un interesse non patrimoniale⁷²⁹.

D'altronde, al di là del dibattito sulla dicotomia regole di validità/regole di condotta, già nella finanza tradizionale, dottrina e giurisprudenza sono concordi nel considerare il risarcimento del danno come rimedio possibile in caso di comportamento dell'intermediario non rispondente alle norme di condotta, sia in ambito informativo, che di valutazioni di adeguatezza, sino alle situazioni di conflitto di interesse. Nel mercato degli investimenti sostenibili, ritenere privo di effettività l'esperimento dell'azione di risoluzione o la dichiarazione di invalidità non comporta di per sé anche l'esclusione della possibilità di agire in via risarcitoria ad opera del soggetto che ha subito l'inadempimento, sempre che ricorrano i presupposti di legge, quali, in particolare, l'imputabilità dell'inadempimento stesso in capo all'intermediario.

L'evoluzione che l'istituto del danno non patrimoniale ha subito nel corso degli anni, grazie alla interpretazione adeguatrice degli artt. 2059 e 1218 c.c., ed il conseguente abbandono della tesi della natura unicamente patrimoniale del danno contrattuale, consente effettivamente di ipotizzare una estensione della responsabilità risarcitoria da inadempimento anche in una realtà relativamente nuova come quella in oggetto⁷³⁰. È certo che il riconoscimento, ai sensi dell'art. 1174 c.c., dell'esistenza di un

⁷²⁹ Il risarcimento, d'altra parte, è sempre stato considerato il rimedio naturale *del incumplimiento de las obligaciones profesionales por parte de las entidades prestadoras de servicios financieros* (SAP Madrid, sección 11ª, 388/2019, de 20 de noviembre, ponente Jesús Alemany Eguidazu: «la acción natural del inversor frente a la empresa de servicios de inversión es la acción indemnizatoria»). Ovviamente, però, si parla di risarcimento di danno patrimoniale, classico danno dell'investitore che perde il suo capitale, non raggiunge i rendimenti economici sperati in contratti che comunque assumono il ruolo della scommessa.

⁷³⁰ Sul danno non patrimoniale contrattuale si può solo fare un cenno, rinviando per un'accurata ricostruzione e bibliografia agli autori in nota e alla bibliografia ivi contenuta. Già vent'anni fa, la dottrina parlava del danno risarcibile come di un «universo in espansione» (F. GALGANO, *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in *Contr. impr.*, 1985, p. 1). E. NAVARRETTA, *Il danno non patrimoniale contrattuale. Profili sistematici di una nuova disciplina*, in *Pers. merc.*, 2010, p. 192: sostiene che «il danno non patrimoniale contrattuale è il figlio naturale di quell'espansione della responsabilità da inadempimento, che fa apparire antistorico e contraddittorio l'attaccamento a dogmi che si sono voluti infrangere e incomprensibile l'irrigidimento su un presunto carattere esclusivo di quella fonte contrattuale, che continuamente viene valicata e superata da nuove costruzioni capaci di attrarre il modello non aquiliano di responsabilità». Cass., Sez. Un., 11 novembre 2008, n. 26972, in *Resp. civ. prev.*, 2009, p. 38 ss., era riuscita, attraverso il coordinamento sistematico tra gli artt. 1218 e 1223 c.c. e l'art. 2 Cost. ad affermare la risarcibilità del danno non patrimoniale contrattuale, allorché la condotta che fonda l'illecito da inadempimento realizza la lesione di un diritto inviolabile della persona. Le cd. sentenze San Martino (sono 4) hanno dato la stura ad un dibattito non ancora terminato, prospettando un'interpretazione adeguatrice alla Costituzione degli artt. 1218 e 1223 c.c. e procedendo a una diretta applicazione dei principi costituzionali. Il primo articolo non qualifica espressamente la tipologia di danno risarcibile da inadempimento, per cui non costituisce ostacolo alla risarcibilità del danno non patrimoniale. Ciò implica che le nozioni di perdita subita e di mancato guadagno possono essere piegate senza eccessiva difficoltà in modo da ricomprendere nell'art. 1223 c.c. i pregiudizi non patrimoniali. Infine, essenziale il rilievo assunto dall'interesse non patrimoniale del creditore anche nell'art. 1174 c.c. e la necessaria rilettura dei rapporti civili in una prospettiva non panpatrimonialista. La centralità data dall'ordinamento alla persona non poteva non imporre un ripensamento dell'impostazione tradizionale del risarcimento dei danni. Occorreva costruire un sistema che consentisse all'interprete di tutelare le nuove sensibilità, i nuovi interessi emersi nella realtà sociale, superando il dettato limitato dell'art. 2059 c.c. (P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nelle legalità costituzionale*, cit., IV, in part. p. 341 ss., ivi altra bibliografia dell'autore).

eventuale interesse non patrimoniale del creditore, implica la necessità di approntare la sua tutela. È altrettanto certo, però, che non si possa sostenere *di default* una corrispondenza biunivoca tra natura dell'interesse leso e natura del danno⁷³¹. Ad un interesse patrimoniale non obbligatoriamente corrisponde un danno patrimoniale (si pensi ad un danno di immagine per un'azienda "green" causato dall'acquisto di azioni "brown") e viceversa.

Nel caso di specie, tuttavia, detta correlazione si manifesta ed è giustificata dagli stessi principi che animano l'operazione economica di base. A maggior ragione a seguito della recente introduzione di ulteriori riferimenti normativi costituzionali alla tutela dell'ambiente ai sensi della l. cost. 11 febbraio 2022.

Si è detto, correttamente che, perché gli interessi non patrimoniali assumano rilevanza, occorre che essi abbiano influito sulla stipulazione del contratto e sulla determinazione del suo contenuto⁷³². Di tale "influenza" si è già abbondantemente parlato. Il riconoscimento in capo all'investitore di un interesse non è privo di conseguenze. Il mancato impiego della somma ricevuta con la sottoscrizione di determinati strumenti finanziari per i fini prestabiliti lede un preciso interesse dell'investitore, il quale si sente "tradito" nella fiducia riposta sull'operato dell'intermediario finanziario.

Si ricordi, infatti, che l'interesse di cui si sta trattando è sempre l'interesse del singolo investitore innanzi all'intermediario. Ciò che si incrina ed è suscettibile di risarcimento è proprio il rapporto

sul tema; A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, I, III ed., Milano, 1979, p. 133 s.; G. BONILINI, *Il danno non patrimoniale*, Milano 1983, p. 212 ss.; M. RABITTI, *Il danno non patrimoniale da inadempimento contrattuale*, in *Resp. civ. prev.*, 2004, p. 340 ss.; nell'ordinamento spagnolo l'art. 1902 CC stabilisca l'obbligo di risarcire «qualsiasi danno» in generale. Pertanto, il danno non patrimoniale è già insito nella norma stessa, indipendentemente dalla sua fonte. E. LLAMAS POMBO, *Las formas de prevenir y de reparar el daño*, Madrid, 2020, § 17 ss., sostiene che «*el error parte de empeñarse en hacer una clasificación de los daños (material, moral, extrapatrimonial...), cuando lo correcto es clasificar los intereses lesionados por cada daño y no "los derechos lesionados"*» (rifacendosi a L. Díez-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, *El escándalo del daño moral*, Pamplona, 2008, p. 80 ss.). In generale, comunque, anche l'ordinamento spagnolo riconduce il danno non patrimoniale all'aggressione di beni essenziali della personalità.

⁷³¹ M. GIORGIANNI, *L'obbligazione (La parte generale delle obbligazioni)*, cit., p. 29 ss. V. ZENO ZENCOVICH, *Danni non patrimoniali e inadempimento, in Risarcimento del danno contrattuale ed extracontrattuale*, Milano, 1984, p. 113: «ma si può affermare che il danno che colpisce un interesse non patrimoniale sia un danno non patrimoniale»; così anche R. SCOGNAMIGLIO, voce *Responsabilità contrattuale ed extracontrattuale*, in *Noviss. Dig.*, vol. XV, Torino, 1968, p. 670 ss.

⁷³² Così già M. COSTANZA, *Danno non patrimoniale e responsabilità contrattuale*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1987, p. 128 ss.

fiduciario tra i due soggetti, il secondo dei quali, in conformità con i doveri prescritti dall'art. 21 t.u.f., aveva assunto uno specifico obbligo di destinazione della somma⁷³³⁷³⁴.

Di conseguenza, in caso di insensibilità del prodotto agli obiettivi eco-sostenibili, fermo restando la sua remuneratività, non è peregrino ipotizzare quale rimedio definitivo il risarcimento dei danni da violazione di interesse non patrimoniale. La soluzione, come è stato fatto notare⁷³⁵, non si troverebbe in

⁷³³ D'altra parte, il riconoscimento del danno morale per un comportamento scorretto tenuto dall'intermediario non suona nuovo negli ordinamenti del mediterraneo. Il Portogallo, ad esempio, prevede già un risarcimento generico in capo all'intermediario per condotte contrarie alle normative, europee e nazionali (v. nota 685). Nella sentenza *Supremo Tribunal de Justiça Processo nº 2843/18.0T8VIS.C1.S1* il cliente, ad esempio, chiede il risarcimento dei danni non patrimoniali alla banca proprio per aver «*aproveitandose da relação de confiança existente entre amba*», ossia tra lui e la stessa, investendo in strumenti simili ad un deposito a termine in cui il cliente mai avrebbe investito se avesse saputo che il capitale non era garantito dalla banca («*a revolta e tristeza que se apoderou da autora por ter confiado no banco, sentimentos que perduram, o que, pela sua gravidade, justifica, a seu ver, que seja indemnizada pelos danos não patrimoniais sofridos*»). Richiesta accolta nei gradi di merito e negata dalla Cassazione portoghese non per infondatezza bensì per mancanza di prova del nesso causale di quanto lamentato con il comportamento della banca (disponibile in *gde.mj.pt*). In Spagna, con riferimento ai danni morali da *incumplimiento grave de los deberes exigibles al profesional que opera en el mercado de valores en su relación con clientes potenciales o actuales* si precisa che è possibile l'indennizzazione dei danni morali. Tuttavia, questa esige «*no solamente que se aprecie una causalidad fenomenológica entre la conducta del demandado y los hechos en que tales daños se concretan (angustia, desazón, ansiedad), sino también que pueda establecerse una imputación objetiva*», tendendo verso una responsabilità oggettiva dell'intermediario. «*Una vez acreditado el incumplimiento, la existencia de un daño y realizada la valoración jurídica de la relación de causalidad, se considera que el daño resulta imputable a la entidad por haber incumplido el estándar de conducta profesional*» (STS 583/2016, de 30 de septiembre, ponente Rafael Saraza Jimena, que precisa «*cuando se exige indemnización de daños morales por el incumplimiento de un contrato de contenido puramente económico, como es el caso del asesoramiento de inversiones, aunque pudiera entenderse que existe una relación de causalidad fenomenológica entre la conducta del demandado y los daños psicológicos que hubiera podido sufrir el demandante, no puede establecerse una imputación objetiva en base al criterio del fin de protección de la norma cuando explícita o implícitamente no se ha tomado en consideración la vulneración de bienes de la personalidad (tales como la integridad, la dignidad o la libertad personal) en relación con el cumplimiento de las obligaciones contractuales asumidas*»). In Italia, diverse sono le sentenze, tanto dei tribunali di merito quanto dell'ABF, che danno conto del danno non patrimoniale. *Ex multis*, Trib. Forlì, 24 agosto 2022, n. 800, in *OneLegale*, in merito al danno non patrimoniale da condotta illecita per inidonea gestione di portafoglio da parte dell'intermediario finanziario. Così come Trib. Padova, 9 agosto 2023, n. 1681 in *OneLegale*, con riferimento a consigli sbagliati dati dal consulente finanziario.

⁷³⁴ Quanto al profilo del consumatore e del risarcimento del danno non patrimoniale da pratica commerciale scorretta, si è giunti a sostenere la sua possibilità proprio grazie al principio di sostenibilità, posto che può configurarsi la lesione di diritti fondamentali della persona quali l'informazione, la correttezza, la lealtà, in ipotesi di promesse di finto impegno ambientale o sociale. La sensibilità etica del consumatore verso strumenti che promuovono diritto dell'ambiente e della persona impone di attribuire a questa rilevanza così come al contegno dovuto dall'intermediario in relazione ai profili di sostenibilità del contratto. Si ritiene, pertanto, che si possano ravvisare violazioni di diritti fondamentali se si assumono pratiche idonee a promuovere strumenti e prodotti che non raggiungono i risultati promessi, o peggio, danneggiano la persona e l'ambiente, anche in una visione prospettica di futura incidenza del contratto stipulato (R. FADDA, *op. cit.*, p. 169 ss.; C. GRANELLI, *Pratiche commerciali scorrette: le tutele individuali nel disegno di legge-delega di riforma del codice civile*, in *Contratti*, 2019, p. 493 ss., sostiene che il diritto ad una corretta pubblicità, ad una adeguata informazione, così come al rispetto della buona fede, correttezza e lealtà, siano diritti integranti l'art. 2 cost., quindi risarcibili; sulla stessa linea A. FACHECHI, *Pratiche commerciali scorrette e rimedi negoziali*, Napoli, 2012).

⁷³⁵ A. CARRISI, *op. cit.*, p. 11. Ma anche D. LENZI, *op. cit.*, p. 151, che ritiene che lo stravolgimento dello schema dei *social o green bond* potrebbe generare profili di responsabilità in capo all'intermediario di maggiore o minore complessità con riferimento alla prova del danno in capo all'investitore. Contra, G. IERMANO, *op. cit.* e M. ARRIGONI, *op. cit.*, entrambi convinti che, nel caso in cui l'investimento non raggiungesse l'obiettivo sostenibile però si quello economico, l'investitore non subirebbe alcun danno diretto e, di conseguenza, non avrebbe né interesse né tantomeno diritto a richiedere qualsivoglia forma di tutela.

contraddizione con l'andamento positivo della *performance* finanziaria, corrispondente all'interesse patrimoniale dell'investitore, e ciò proprio stante la diversità di presupposti che caratterizzano le due facce del suddetto interesse e, in conseguenza, anche dei suoi danni⁷³⁶.

Non è, dunque, la fondatezza della richiesta risarcitoria, giustificabile, a preoccupare quanto le sue ricadute anche processuali. Non certo esenti da difficoltà sarebbero l'allegazione dell'inadempimento e la prova del danno patito dall'investitore nel constatare che:

- ha messo a disposizione i propri capitali per imprese incapaci di raggiungere obiettivi eco-sostenibili per impossibilità originaria o sopravvenuta;
- ha orientato i capitali su aziende sostenitrici di attività *brown* (violazione di diritti umani, uso di carburanti fossili etc.).

Sarebbero necessari un investitore, e un giudice, capaci di leggere il funzionamento ed i risultati delle metriche prescelte dall'intermediario per valutare la riuscita di un certo investimento, nonché di decifrarle e sindacarle nel merito, anche a mezzo di un giudizio prognostico *ex ante* che permetta di valutare se *ab origine* le condizioni avrebbero permesso o meno il raggiungimento della finalità prefissata. Nei relativi giudizi sarebbe quindi indispensabile fornire una contestualizzazione delle circostanze dell'illecito, dimostrazioni di fatto e allegazioni per consentire al giudice di formulare un giudizio di serietà del pregiudizio sofferto. Dacché la ancor più difficile determinazione del *quantum* risarcibile che, ovviamente, non potrebbe che fondarsi sull'equo apprezzamento del giudice (valutazione equitativa del danno *ex artt.* 1226 e 2056 c.c.)⁷³⁷.

Il concreto atteggiarsi della tutela risarcitoria esigibile, quindi, dipenderebbe altresì:

- dalla specificità, nel rapporto giuridico, del beneficio sociale o verde atteso. Lo sviamento dall'obiettivo promesso diverrebbe una *probatio diabolica* a carico dell'investitore nell'ipotesi in cui la promozione di un certo risultato assuma contorni sfumati e con contenuto generico. Non meno difficoltosa la prova del mancato raggiungimento di un determinato impatto. In quest'ultimo caso, anche la stessa qualifica del comportamento dell'intermediario come inadempimento potrebbe essere opinabile, in particolare con riferimento a strumenti ad impatto sociale, considerata la discrezionalità

⁷³⁶ D. BUSCH, *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2023, v. 18, n. 3, p. 326: «*Sustainability and return on investment are not necessarily correlated*».

⁷³⁷ *Ex multis*, R. SCOGNAMIGLIO, *Liquidazione del danno non patrimoniale*, in *Storia Metodo Cultura*, 2023, p. 139 ss. Osserva M. GAZZARRA, *Il danno non patrimoniale da inadempimento*, Napoli, 2003, p. 104, che «Il problema dell'accertamento e della quantificazione del danno non patrimoniale costituisce da sempre il nodo centrale della speculazione teorica intorno a tale figura e le obiettive difficoltà ad esso connesse rappresentano storicamente il motivo più consistente dell'atteggiamento di diffidenza quando di non manifesta ostilità verso il danno non patrimoniale medesimo».

R. FADDA, *op. cit.*, p. 168, suggerisce una determinazione del danno non strettamente legata alla perdita subita, bensì relativa alla gravità della lesione e all'entità del profitto conseguito dal professionista.

valutativa della loro riuscita in base alle metriche prescelte⁷³⁸. Di contro, la dimostrazione diverrebbe più agevole in ipotesi di impatti quantitativamente misurabili, come la riduzione dei livelli di CO₂, il rilevamento dei parametri micro-biologici per valutare la conformità o meno di una risorsa idrica ad essere potabile. In quest'ultimo caso, il riscontro è difficilmente controvertibile perché numerico.

Di conseguenza, rileva anche il livello di discrezionalità:

- che l'intermediario emittente si sia riservato per eseguire quanto promesso;
- dell'intermediario distributore il quale agisce diversamente a seconda del servizio finanziario erogato.

Ulteriore questione di portata capitale è l'effettività di un risarcimento del danno per equivalente. Se, dunque, una somma di denaro possa davvero garantire l'effettività di tutela degli interessi in gioco nell'ipotesi in cui l'interesse dell'investitore non è solo il ritorno economico, che oltretutto nella fattispecie considerata già ha ottenuto, bensì il raggiungimento di un determinato obiettivo economico e sociale.

Dal lato dell'intermediario, il risarcimento del danno quale rimedio deterrente potrebbe dare la stura a comportamenti opportunistici. Infatti, a seguito di un'analisi costi-benefici, quest'ultimo potrebbe preferire arrischiarsi nel pagare – eventualmente – una somma di denaro (come nel caso Enel)⁷³⁹ piuttosto che adempiere correttamente la prestazione. Esemplificando, un intermediario emittente potrebbe decidere di pubblicizzare il suo impegno in un'iniziativa sostenibile, finanziata dall'emissione di un certo strumento finanziario solo con finalità di ritorno di immagine e per aumentare l'attrattività dell'impresa, senza avere intenzione di concretizzare quanto promesso. Il costo della suddetta attività, in termini di *governance*, di impiego di forza lavoro, eventuali modifiche agli impianti stessi dell'impresa, infatti, supererebbe il valore dell'ipotetica somma dovuta dall'emittente a titolo di risarcimento, nel caso in cui il giudice accertasse una sua responsabilità.

⁷³⁸ Si pensi adesso a un programma di riabilitazione rivolto ai tossicodipendenti in carico presso i Ser.T. di un certo distretto territoriale. Il ritorno finanziario dipende dagli impatti sociali: ma come si misura l'impatto di un servizio contro le dipendenze? Contando il numero di soggetti che a fine percorso si sono disintossicati. Questa è una metrica "oggettiva" che basa la riuscita sull'utilizzo di farmaci alternativi (come il metadone) che aiutino il soggetto a non ricadere nell'uso della sostanza. Si potrebbe, ad esempio, impugnare detto risultato sostenendo che la funzione dei servizi di prevenzione e cura delle dipendenze non consiste nella mera disassuefazione dell'utente, bensì nel pieno inserimento sociale, professionale del soggetto stesso? L'esempio è suggerito da C. MIGNONE, *Meritevolezza dell'iniziativa*, cit., il quale fa notare, anche se su di un piano più generale non attinente alla prova del pregiudizio, che «possa piacere o meno la riuscita di alcuni impatti, alcune attività non dipende da leggi scientifiche bensì dalla struttura di una società, alla sua tradizione, ai sentimenti che la animano, alla sua cultura. Ci sono interessi, prestazioni, servizi che sono essenziali per lo sviluppo umano "sostenibile" e la cui misurazione in numeri, sebbene obbligata perché da essa dipende la remunerazione economica, è ardua e altresì foriera di conflitti e disuguaglianze» (ID., *La finanza sociale tra tecnica ed ermeneutica*, cit. p. 16).

⁷³⁹ Si rinvia a quanto detto sul *Sustainability-Linked bond* di Enel, emesso nel 2020, il quale nel "memorandum informativo" conteneva una clausola di esclusione di responsabilità che già anticipava la esistenza di una concreta possibilità di non raggiungere l'obiettivo verde prefissato.

Allo stesso modo, un intermediario distributore potrebbe trovare molto più profittevole rischiare di essere condannato ad un risarcimento che smettere di vendere prodotti che generano commissioni molto alte.

Dal lato del “danneggiato” riconoscere il risarcimento per questo tipo di danno potrebbe generare una sorta di *overcompensation*⁷⁴⁰, in cui l’investitore si arricchisce su di un danno che, senza dubbio è stato a lui causato, ma ha ripercussioni che eccedono la sfera individuale.

D’altra parte, offrire al singolo un quantitativo di denaro “in cambio” della rinuncia ad un suo ideale, più o meno concreto, di supporto alla causa della sostenibilità non farebbe altro che rafforzare il pensiero di chi sostiene l’esistenza in tali strumenti di una gradualità tra interesse patrimoniale e non, facendo pendere l’ago della bilancia in favore sempre del primo, ossia del rendimento economico⁷⁴¹.

⁷⁴⁰ Contra A. CARRISI, *Finanza, interessi non finanziari e rimedi*, in *Riv. trim. dir. priv.*, 2024, p. 80, che afferma che «nella prospettiva dell’efficienza del rimedio [...] si disvela la fragilità di un danno meramente compensativo». Prendendo in considerazione il parametro della “deterrenza” sostiene che la somma debba avere funzione di disincentivo a condotte non desiderabili. «Riconoscere un danno ultracompensativo per lesione degli interessi legati alla sostenibilità, da un lato, avrebbe l’effetto positivo di conformare le condotte degli intermediari verso una maggiore cura dei suddetti interessi e, dall’altro lato, non rappresenterebbe un controincentivo per gli intermediari a collocare prodotti sostenibili presso investitori non eticamente orientati; questi ultimi, non essendo portatori di un interesse non finanziario (elemento che emergerebbe dall’attività di profilazione) nemmeno potrebbero dolersi dell’eventuale mancato raggiungimento di un obiettivo di sostenibilità».

La ultracompenrazione, soprattutto in sentenze in cui si doveva quantificare il danno ambientale provocato si è convertita nel controverso istituto dei cd. *punitive damages*.

È contrario all’utilizzo del risarcimento come “panacea di tutti i mali” E. LLAMAS POMBO, *ult. op. cit.*, in particolare § 1 e § 5 ss., il quale sostiene che così facendo «*el instituto de la responsabilidad civil, que se acaba convirtiendo en una suerte de navaja suiza multiusos que, aunque sea mal, todo lo arregla*». Ancor più contrario, correttamente, all’istituto che, per colpa di una traduzione errónea, viene definito “danni punitivi” (in quanto non è il danno bensì il risarcimento, eventualmente, ad avere funzione punitiva). Questi rappresentano un indennizzo che non indennizza, ossia concesso non come compensazione del danno subito, ma con fini afflittivi molto simile a una pena privata comminata dal tribunale per punire condotte dannose riprovevoli e per dissuadere comportamenti analoghi in futuro. La loro presenza nelle *gold-digging actions, que nacieron en los EEUU y se han extendido peligrosamente en buena parte de ordenamientos*, «no tienen otro objeto de enriquecer (injustamente [...]) al demandante y, especialmente, a su abogado, quien, por cierto, trabaja incentivado por un pingüe porcentaje de la indemnización obtenida, en la más clásica aplicación del pacto de cuota litis. Y ello, normalmente, a costa de una empresa que en seguida trasladará el coste de esa indemnización al precio de los productos o servicios que coloca en el mercado, de manera que, a la postre, son los sufridos consumidores y usuarios quienes soportan ese “gordo” de la lotería que perciben unos cuantos avispados». Molto spesso, infatti, questi sono applicati proprio a situazioni di concorrenza sleale e, ancor più di frequente, vengono nascosti sotto la veste di danni morali (definito come “concetto di richiamo”) o lucro cessante. In maniera estesa sul tema E. LLAMAS POMBO, *Contra los daños punitivos*, in L. PRATS ALBENTOSA, G. TOMÁS MARTÍNEZ (coord.), *Culpa y responsabilidad*, Madrid, 2017, p. 669 ss.; D.G. OWEN, *A punitive Damages Overview: Functions, Problems and Reform*, in *Punitive Damages (Symposium)*, 39 *Villanova Law Review* (1994), p. 353 ss.; P. SALVADOR CODERCH, *Punitive Damages*, in *InDret*, 1/00 (indret.com), e la bibliografia ivi citata. A tema ambientale A. MACÍAS CASTILLO, *El daño causado por las inmisiones*, Madrid, 2004, p. 325 ss. In Italia, P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., in particolare, p. 390 ss., ivi la dottrina pro e contro sul danno punitivo.

⁷⁴¹ A maggior ragione in quanto all’interesse non patrimoniale individuale leso concorrono interessi superindividuali legati alla tutela ambientale e/o sociale. P. FEMIA, *Sentimento e moltitudine. Rudolf Von Jhering tra interessi ideali e beni comuni*, Bologna, 2024, p. 23, sostiene che esistono diritti, come il clima, che sono «diritti senza solitudine, diritti fraterni che fanno nascere un concetto del diritto soggettivo nuovo e un risarcimento eterodestinato: se non è il mio danno non ne ricaverò i miei soldi».

Optando per il risarcimento, dunque, si lascerebbe al “buon cuore” del risarcito di scegliere di reinvestire la suddetta somma in strumenti che diano reali garanzie di sostenibilità. Ipotesi non verosimile se ad assumere la qualifica di investitore fosse la persona fisica, consumatore o meno.

Vi è tuttavia un’ipotesi in cui detto rimedio manifesterebbe la sua effettività. Questo è il caso del soggetto investitore avente la qualifica di ente vincolato al raggiungimento di un determinato scopo ideale, come una fondazione, o costituito per il perseguimento di attività di specifico interesse generale, ad esempio un’impresa sociale. In questa seconda circostanza, tanto in caso di rimedio invalidante con obbligo di restituzione del capitale investito, quanto in ipotesi di accordato risarcimento del danno non patrimoniale, la somma ricevuta a qualunque titolo dovrebbe necessariamente essere reinvestita in attività, progetti, strumenti finanziari, in linea con il fine previsto nello statuto. Una distrazione del suddetto capitale sarebbe, infatti, fonte di responsabilità per gli organi di amministrazione dell’ente.

Se, pertanto, il risarcimento per equivalente è astrattamente fondato, ma “effettivo”, forse, solo con riferimento a uno specifico target di investitori, si potrebbe riflettere sulla possibilità di adoperare ulteriori modalità risarcitorie che possano realmente conservare il quadro degli interessi sottesi al rapporto.

4.1. Una soluzione alternativa: tra risarcimento del danno in forma specifica e esatto adempimento

Sul punto, in dottrina si è fatta strada la proposta alternativa, basata sull’applicazione di «*damages claim* in natura», che impone all’intermediario inadempiente di pagare la somma offerta a titolo di risarcimento «*to a sustainability fund*»⁷⁴². La soluzione trasla in ambito finanziario la *ratio* del meccanismo americano della *split recovery rule* (o *split recovery statutes*), quale correttivo alla *overcompensation* generata dai “danni punitivi”⁷⁴³.

⁷⁴² D. BUSCH, *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, cit., p. 327 e ID., *Sustainable Finance Disclosure in the EU Financial Sector*, in *EBI Working Paper Series*, 2021, dove sostiene che: «*A traditional tort claim for damages or damages for breach of contract may therefore not always work in this context*», e, con riferimento al risarcimento in natura, prosegue «*harmonized EU law could perhaps oblige the relevant financial adviser to pay damages to a sustainability fund, either at EU level or at Member State level. Drafting harmonized EU liability rules in this context will in any event require some serious out-of-the-box thinking*».

⁷⁴³ Il meccanismo, attivo solo in alcuni Stati americani (Alaska, Georgia, Illinois, Indiana, Iowa, Oregon, Missouri e Utah, abrogata in California, Colorado, Florida, Kansas and New York), nasce negli anni ’80 come correttivo al dilagare dei danni punitivi. Mantenendo intatta la funzione punitiva e deterrente del risarcimento ultracompensativo, la *split recovery* consente di destinare una percentuale stabilita dalla legge (in Georgia è il 75%, a New York il 20%, in Utah il 50%) dei danni punitivi all’erario o direttamente a fondi speciali creati per risarcire le vittime o i danneggiati. Anche le fattispecie di applicazione possono variare: in Georgia, ad esempio, vale solo per i danni punitivi da responsabilità da prodotto. Poiché è la società ad essere stata danneggiata dalla condotta vergognosa del danneggiante, sembra logico che la società stessa sia beneficiaria del risarcimento del danno punitivo, e lo Stato è senza dubbio nella posizione migliore per distribuire tali benefici, o almeno in una posizione migliore rispetto al danneggiante. Il meccanismo incontra molte critiche, soprattutto di conformità ad alcuni principi costituzionali, tra i quali il *Fifth Amendment* che afferma: «*property [shall not] be taken for public*

Nell'ordinamento italiano e spagnolo, detta proposta corrisponderebbe all'istituto del risarcimento in forma specifica o *reparacion in natura* o “*en especie*”⁷⁴⁴ (art. 2058 c.c. e artt. 1902 e 1101 *codigo civil*); in concreto, tuttavia, potrebbe sovrapporsi anche all'esatto adempimento ex art. 1453 c.c. e, di conseguenza, all'esecuzione in forma specifica.

Infatti, se nel diritto dei Paesi anglosassoni non è contemplata la *specific performance*⁷⁴⁵ (ovvero, l'esatto adempimento), negli ordinamenti di *civil law* non è altrettanto semplice distinguere tra risarcimento e adempimento in forma specifica. L'applicazione di entrambi al caso in questione, comunque, è incerta e non ancora esplorata.

Il risarcimento in forma specifica⁷⁴⁶ è la forma più elementare, «forma [più] genuina»⁷⁴⁷ di riparazione del danno, atto a riportare allo *status quo ante* il danneggiato; esso si pone in termini di «irriducibile diversità»⁷⁴⁸ rispetto all'adempimento in forma specifica, solo all'apparenza

use, without just compensation» e la *Excessive Fines Clause* (per una lettura critica, si veda B. RABE, *The constitutionality of split-recovery punitive damage statutes: good policy but bad law*, in *Utah Law Review*, 2008, p. 333 ss., la quale suggerisce “*curative damages*” in cui il ricorrente accetta prima del processo di destinare il risarcimento dei danni punitivi a un trust per un'organizzazione non profit). Incontra anche molti consensi perché: evita ingiustificati arricchimenti, riparte la somma a titolo di danno tra i soggetti danneggiati, risolve il disallineamento tra scopi sociali, per cui nascono i danni punitivi, e il titolare del risarcimento, sostiene lo Stato nelle politiche di *welfare* (per una lettura generale sulle origini dell'istituto M.J. KLABEN, *Split-Recovery Statutes: The Interplay of the Takings and Excessive Fines Clause*, in *Cornell Law Review*, 1994, p. 104 ss.).

⁷⁴⁴ In tema, *ex multis*, per la dottrina classica italiana, si veda R. SCOGNAMIGLIO, *Il risarcimento in forma specifica*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1957, p. 201 ss.; A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, 2ª ed., Milano 1976, p. 300 s.; A. D'ADDA, Sub art. 2058 c.c. – *Risarcimento in forma specifica*, in *Dei fatti illeciti*, a cura di Carnevali, in *Commentario del codice civile diretto da Gabrielli*, V, Milano, 2011, p. 610 ss.; G. CECCHERINI, *Risarcimento del danno e riparazione in forma specifica*, Milano, 1989; in Spagna, E. LLAMAS POMBO, *Las formas de prevenir y de reparar el daño*, Madrid, 2020, spec. § 20 ss.; M. YZQUIERDO TOLSADA, *Sistema de responsabilidad civil, contractual y extracontractual*, Madrid, 2001.

⁷⁴⁵ Lo conferma E. LLAMAS POMBO, *La pretensión de cumplimiento y sus límites*, in A.M. MORALES MORENO (dir.), *Estudios de derechos de contratos*, Madrid, 2022, p. 600, che sostiene che la stessa sia concessa «*en casos muy excepcionales, como solución in equity, de forma que el contrato no es verdadera fuente de la obligación de dar, hacer o no hacer, sino de una obligación de indemnizar cuando no se da, hace o no hace alguna cosa. Por eso se habla de «quebrantamiento del contrato» (breach of contract) y no de «inejecución de la obligación». Sin embargo, tan rígidos principios están notablemente atenuados por las reglas de la equity, que efectivamente en ciertos casos permiten la specific performance. Holmes (1963, p. 236) explica que la única consecuencia universal del contrato viene a ser que la ley hace pagar al contratante la indemnización de daños si el resultado prometido no llega a producirse, de forma que, si lo desea, puede «romper» el contrato e indemnizar.*».

⁷⁴⁶ La dottrina spagnola sintetizza efficacemente il portato del risarcimento in forma specifica quale «forma di riparazione che, pur perseguendo l'obiettivo generale della riparazione del danno, ossia l'eliminazione delle conseguenze del danno, consiste nell'obbligo del responsabile di eseguire una o più prestazioni non pecuniarie volte a ricostruire o a ripristinare fisicamente ed economicamente la situazione giuridica che il pregiudicato avrebbe avuto se il fatto dannoso non si fosse verificato, e a condizione che tali prestazioni non costituiscano misure di reintegrazione o di restituzione di un diritto, o di adempimento forzato in natura di una obbligazione»: P. TAPIA GUTIÉRREZ, *La reparación del daño en forma específica. El puesto que ocupa entre los medios de tutela del perjudicado*, Madrid, 2013, p. 31.

⁷⁴⁷ E. ROCA TRIAS, *Derecho de daños. Textos y materiales*, Valencia, 2000, p. 181.

⁷⁴⁸ F. PIRAINO, *Adempimento e responsabilità contrattuale*, Napoli, 2011, p. 110.

«Ni el CC ni la LEC dan pie para distinguir en sede de obligaciones de hacer entre lo que es una acción de cumplimiento a costa del deudor (a la que hay que considerar como una acción de cumplimiento primaria, junto al cumplimiento específico por parte del deudor), lo que es una acción de cumplimiento por equivalente y lo que

sovrapponibile. Si premette che entrambi sono rimedi validi in caso di inadempimento contrattuale. L'estensione del risarcimento in forma specifica alla responsabilità contrattuale, indubitabile nel diritto spagnolo, stante la genericità del dettato codicistico (che, di fatto, non lo nomina esplicitamente né elenca le fattispecie di riparazione del danno)⁷⁴⁹, è stata ormai acclarata anche dalla dottrina e dalla giurisprudenza italiana più recente, nonostante la sua ubicazione nell'area delle disposizioni della responsabilità extracontrattuale⁷⁵⁰.

Tuttavia le differenze permangono e devono permanere. D'altronde, interessi in gioco e scopi di tutela perseguiti non risultano sovrapponibili. L'adempimento in forma specifica è diretto ad ottenere la prestazione originaria o, quantomeno, lo stesso risultato cui tendeva la prestazione originaria, al di là del fatto che il debitore debba impiegare, per procurarlo, mezzi diversi da quelli che avrebbe dovuto impiegare ai sensi dell'obbligazione originariamente assunta. Nello stesso quindi sembra rientrare un concetto lato di adempimento, configurantesi anche con la "surrogazione" della prestazione o l'"appalto" a terzi della stessa⁷⁵¹.

Il risarcimento, invece, è volto all'eliminazione di eventuali conseguenze dannose dell'inadempimento. Il rimedio di cui all'art. 2058 c.c. in campo contrattuale non deve procurare al creditore la prestazione cui aveva diritto, bensì consentire la rimozione in natura dei danni cagionatigli⁷⁵². Di conseguenza, perché abbia senso parlare dell'applicazione dell'art. 2058 c.c. nell'ambito della responsabilità per inadempimento, occorre che all'inadempimento sia seguito un

es una pretensión indemnizatoria por incumplimiento de la obligación de hacer. Esta duda proviene de que la expresión «hacer a costa» del deudor (artículos 1098 del CC y 924 de la LEC) no es técnicamente clasificable» (A.M. CARRASCO PERERA, Reparación del daño en forma específica, en Aranzadi Civil, 1996, II, p. 62).

⁷⁴⁹ Art. 1101: *Quedan sujetos a la indemnización de los daños y perjuicios causados los que en el cumplimiento de sus obligaciones incurrieren en dolo, negligencia o morosidad, y los que de cualquier modo contravinieren al tenor de aquéllas.*

Art. 1902: *El que por acción u omisión causa daño a otro, interviniendo culpa o negligencia, está obligado a reparar el daño causado.*

⁷⁵⁰ Già lo stesso E. BETTI, *Sul cosiddetto risarcimento del danno in forma specifica in materia contrattuale*, in *Giur. it.*, 1948, I-2, p. 259 s., definiva l'art. 2058 c.c. come «un principio di carattere generale». *ex multis*, Cass. 3 gennaio 1994, n. 6, in *Foro it.*, 1994, I, c. 1783 ss.; Cass. 27 giugno 2006, n. 14813, in *Giust. civ.*, 2007, p. 438; Cass. 20 gennaio 2009, n. 1335, in *Resp. civ. prev.*, 2009, p. 2472 ss.; Cass. 17 giugno 2015, n. 12582, in *Mass. Giust. civ.*, 2015. In dottrina, A. MONATERI, *Il risarcimento in forma specifica*, in *Tratt. dir. priv.* diretto da Bessone, I, *Illecito e responsabilità civile*, Torino, 2005, p. 264 ss.

⁷⁵¹ E. LLAMAS, *La pretensión de cumplimiento y sus límites*, in A.M. MORALES MORENO (dir.), *Estudio de derechos de contratos*, Madrid, 2022, p. 599 s., permette di «obtener, mediante la compulsión judicial, el comportamiento omitido, y obtenerlo del mismo modo que debió ser y no fue realizado por el deudor». Questo «se dirige a satisfacer su interés prestacional de manera directa, a fin de darle, hacer o no hacer a su favor precisamente aquello que constituía el objeto de la obligación».

⁷⁵² E. LLAMAS, *La pretensión de cumplimiento y sus límites*, cit., p. 605. Né la sustitución por el juez y la imputación al patrimonio del deudor del coste de ejecución por un tercero hanno a che vedere con una «indemnización de daños y perjuicios, por más que también aquí, de forma análoga a lo que sucede con la ejecución forzosa de las obligaciones de dar, sea frecuente la confusión entre ambos procedimientos. Mandar ejecutar una prestación de hacer, o destruir lo mal hecho, “a costa” del deudor, no es sino la consecuencia de una acción de cumplimiento, nunca es acción resarcitoria, y tiene sólo un remoto parecido con lo que sería transformar dicha obligación de hacer en la de indemnizar daños y perjuicios».

danno che il danneggiato ha l'onere di provare, nonché il nesso causale tra la condotta del debitore e il danno cagionato.

Alla luce di queste brevissime precisazioni, la soluzione suggerita dalla dottrina inglese, ovvero di una devoluzione dei medesimi fondi “con funzione risarcitoria” a soggetti finanziabili di maggiore credibilità dal punto di vista della sostenibilità, potrebbe rientrare, a seconda delle fattispecie, in entrambi i rimedi, garantendo allo stesso tempo la conservazione dell'obiettivo di sostenibilità.

Una volta superata la concezione strettamente patrimoniale che caratterizza il contratto, in un'ottica di tutela dell'obbligazione a funzione anche non patrimoniale, come quella alla base degli investimenti sostenibili, il principio di conservazione del rapporto giuridico si manifesta, altresì, come principio di conservazione dello scopo, ovvero del raggiungimento dell'obiettivo sostenibile che orienta la *ratio* dell'investimento. Sicché, dinanzi ad un inadempimento dell'intermediario, la riconduzione allo stato iniziale (nullità, restituzione del capitale) deve considerarsi recessiva: lo scopo va attuato e conservato per quanto possibile, fin quando ovviamente meritevole.

Il ragionamento sviluppato sinora, che include nella prestazione dell'intermediario anche il perseguimento delle preferenze di sostenibilità, conferma che il mancato rispetto delle aspettative di sostenibilità promesse dall'intermediario possa essere considerato inadempimento di non scarsa importanza, ex art. 1455 c.c. Di conseguenza, la richiesta di esatto adempimento, in luogo della risoluzione del contratto, rappresenterebbe la forma di tutela adeguata ai fini di conservazione dello scopo sociale o ambientale prefissato⁷⁵³. Nell'ambito del mercato degli investimenti sostenibili, tuttavia, la stessa potrebbe consistere al più nella richiesta, da parte del cliente, di devoluzione, a spese dell'intermediario, delle somme investite ad altri fondi che finanzino imprese o progetti che svolgano effettivamente le attività promesse dallo strumento finanziario originariamente acquistato. Desta perplessità la possibilità di optare per l'esatto adempimento, messo in atto attraverso l'istituto dell'esecuzione in forma specifica ex art. 2932 c.c., soprattutto qualora l'obiettivo sostenibile, dedotto in obbligazione, non comporti il semplice finanziamento d'imprese a loro volta sostenibili, bensì richieda, come accade negli *impact bond*, un'organizzazione di mezzi e di persone che perdura nel tempo.

Dubbia, oltretutto, resta la linea di demarcazione tra surrogazione della prestazione, secondo un concetto elastico di adempimento, e surrogazione dello scopo non realizzato con uno affine. Non è detto,

⁷⁵³ Si pensi, ad esempio, nel comitato, alla devoluzione ad altro ente con finalità analoghe dei fondi, in caso di mancato raggiungimento dello scopo prestabilito (art. 42 c.c.). Oppure, proprio nell'ambito della finanza alternativa di “prima generazione”, all'obbligazione impropriamente definita alternativa prevista per i titoli di solidarietà in cui si obbliga la banca ad eseguire una diversa prestazione di acquisto di titoli di Stato in caso di mancato finanziamento di enti del terzo settore (si rinvia alla Giannini per quanto già detto in tema). Imposizione che alcuni hanno ricondotto (erroneamente secondo la autrice citata) alla clausola penale di cui al 1382 c.c., di cui però mancherebbe la natura risarcitoria e, nel caso contrario, ammettendo l'assegnazione di un risarcimento allo Stato non parte del rapporto obbligatorio.

infatti, che sia possibile sempre incontrare strumenti che garantiscano il raggiungimento dello stesso identico risultato o di un risultato sovrapponibile. Nelle ipotesi in cui l'investitore ha deciso di devolvere il suo capitale per un certo scopo che può stargli più o meno a cuore (es: la costruzione di un ospedale in Angola), una volta che questo si rivela irrealizzabile per una serie di ragioni, a questi verrebbe precluso l'esatto adempimento perché la prestazione, infungibile, è divenuta impossibile⁷⁵⁴. Allo stesso tempo, ovviamente, l'irrealizzabilità dell'obiettivo sostenibile alla base dell'investimento in cui è stato speso il suo capitale, genererebbe in capo al cliente un danno di natura non patrimoniale, per violazione del legittimo affidamento che questi ha riposto nell'operato dell'intermediario, nonché – in caso di strumenti di impatto – anche un danno patrimoniale per conseguente impossibilità di ottenere il rendimento economico atteso.

Si manterrebbe aperta, quindi, la via del risarcimento in forma specifica⁷⁵⁵, in un'ottica di devoluzione della somma da risarcire (pari, ad esempio, al valore dell'investimento) a fondi/strumenti che, nel rispetto del profilo di rischio del cliente, realizzano scopi affini (seguendo l'esempio di prima, la costruzione di ospedali pediatrici in Cina); ciò sempre che l'interesse "sostenibile" del cliente sia flessibile, relativamente generico e non puntualmente orientato; ovvero che questi sia interessato a partecipare alla realizzazione di finalità sostenibili, restando al tempo stesso indifferente rispetto al sembiante che queste assumono. La possibilità di avvalersi di tali rimedi, quindi, sembrerebbe dipendere dalla specificità o, al contrario, dalla discrezionalità di contenuto del beneficio sociale o ambientale atteso.

La differenziazione, pertanto, in questo caso dipenderebbe non tanto dalla tipologia formale di strumento finanziario a cui è interessato l'investitore (secondo la differenza già riportata tra artt. 8 e 9), bensì dal suo concreto contenuto: se di mera promozione o raggiungimento di uno scopo generico, fungibile, o di realizzazione di un impatto specifico, infungibile.

Nel primo caso si potrebbe pensare ad accordare il rimedio suesposto, anche in ipotesi di *impact bond*. Un progetto che mira all'occupazione lavorativa per classi di soggetti vulnerabili potrebbe trovare facilmente riscontro in altri programmi affini. La stessa finalità, inoltre, si potrebbe raggiungere destinando la somma del risarcimento a fondi che, seguendo l'esempio proposto, raccolgono denaro per

⁷⁵⁴ Inoltre, è stato precisato che la richiesta cadrebbe nel vuoto se l'attività in cui consiste l'obbligazione richiede un'organizzazione di mezzi complessa e perdurante nel tempo, di genere imprenditoriale (P. FEMIA, *Partecipazione associative e rapporto giuridico*, in P. PERLINGIERI (a cura di), *Partecipazione associativa e partito politico*, cit., p. 107 s.), come accade nelle operazioni composte a monte dei *social o green impact bond*.

⁷⁵⁵ P. FEMIA, *op. ult. cit.*, p. 106 s., nota 125, con riferimento ai comitati, fa un cenno al possibile uso del risarcimento in forma specifica, volto a conseguire un diverso bene in luogo di quello mancante non più conseguibile. «Postulando in materia non patrimoniale un principio di libera ricerca di beni surroganti la utilità distrutta dal danno - in una sorta di rinnovato e ben inteso *Freirecht* —, l'A. immagina in via di mera ipotesi che in caso di impossibilità di raggiungimento dello scopo agli oblatori possa essere consentito di chiedere la sostituzione degli amministratori o una sorta di "commissariamento", con la nomina di un terzo che amministri il patrimonio.

attivare corsi di formazione lavorativa. I dubbi sorgerebbero nella seconda ipotesi, nella quale permanerebbe insoddisfatto l'interesse mirato dell'investitore.

Un'altra criticità si palesa in ipotesi di *bond* che coinvolgono soggetti terzi quali beneficiari del servizio promesso come risultato. Fallita l'operazione economica preannunciata, lo sviamento dei capitali risarciti su progetti simili, però con target differenti, lederebbe le aspettative di questi soggetti, i quali non avrebbero alcuna garanzia di poter incontrare servizi similari a condizioni uguali o quantomeno abbordabili.

5. Ricadute del rimedio anche sui terzi beneficiari. Il controllo di meritevolezza alla luce dei principi sociali ed economici che governano l'operazione economica alla base dell'investimento.

Di frequente, soprattutto in caso di strumenti finanziari nuovi, rischiosi e opachi nel funzionamento, la giurisprudenza si è impantanata nel dibattito regole di validità/regole di condotta, invece di puntare l'attenzione sulla effettiva meritevolezza dell'operazione complessiva⁷⁵⁶.

In un mondo ideale, gli strumenti finanziari sostenibili possono essere mezzi di soddisfacimento di istanze di benessere sociale e/o ambientale.

Nella realtà, invece, molto spesso sono oggetto di pratiche scorrette, di *misselling*, e «in casi più eclatanti, soprattutto in ipotesi di coinvolgimento di terzi beneficiari, divengono fonti sofisticate di ingiustizia, disuguaglianza ed esclusione»⁷⁵⁷.

Di conseguenza, al di là della acclarata presenza di un conflitto di interessi, della veridicità/completezza o meno delle informazioni fornite, della impossibilità originaria o sopravvenuta di raggiungere l'impatto promesso, parte della dottrina⁷⁵⁸ si è domandata se, alle volte, l'operazione economica alla base del rapporto giuridico compromesso “meriti” di sopravvivere. Se dunque, lo

⁷⁵⁶ La storia del concetto di meritevolezza risale all'impostazione sociale di Emilio Betti che, riferendosi a essa come “idoneità”, la concepì quale limite generale dell'autonomia negoziale, ben distinta dalla liceità: il contratto doveva essere non soltanto lecito, cioè non dannoso per la società, ma anche meritevole di tutela, ossia socialmente utile, con conseguente esclusione della possibilità di concludere contratti futili o socialmente inutili (E. BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, Milano, 1956; ID., *Causa del negozio giuridico*, in *Noviss. dig. it.*, III, Torino, 1959, p. 32 ss.). Sulla stessa e sul suo rapporto con la liceità sono state scritte moltissime opere. Ci si limita a rinviare a P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-europeo delle fonti*, IV, *Attività e responsabilità*, cit., p. 104 s.

⁷⁵⁷ C. MIGNONE, *La sostenibilità in altre parole. divagazioni di un civilista a partire da un esperimento mentale*, cit., p. 17, nota 47. Si ricordi come le prime sperimentazioni del *social impact bond* avevano sollevato voci critiche della dottrina che aveva definito questa operazione finanziaria «*a wolf in a sheep cloth*» (N. MCHUGH, S. SINCLAIR, M. ROY, L. HUCKFILED E C. DONALDSON, *Social Impact Bond: un lupo travestito da agnello?*, cit., p. 13 ss.), proprio per si presenta con vesti allettanti per poi rivelarsi molto spesso solo un “cavallo di troia” per fare entrare la logica mercantile nelle politiche sociali.

⁷⁵⁸ Già C. MIGNONE, *Meritevolezza dell'iniziativa, monetizzazione del benessere e nuovi modelli di welfare sussidiario*, cit.

strumento finanziario così costruito sia o meno aderente e rispettoso dei valori e dei principi dell'ordinamento⁷⁵⁹.

Ordinaria premessa è che tutti gli strumenti di finanza sostenibile potrebbero essere, in astratto, sottoposti al vaglio di meritevolezza. L'effettività del rimedio risarcitorio e/o invalidante, pertanto, si misurerebbe non tanto sul rispetto o meno delle regole di condotta, quanto sulla reale meritevolezza dell'operazione sottesa all'investimento, proiettata oltre le frontiere di tipicità e atipicità del rapporto.

È stato già provato che sul piano degli investimenti sostenibili l'interesse non finanziario alla promozione della sostenibilità o, ancor meglio, alla generazione di un impatto positivo per l'ambiente o il sociale diviene parte integrante del contratto, sia perché la costruzione dell'istituto dell'obbligazione consente di dare rilievo all'interesse non patrimoniale del creditore, sia perché l'obiettivo sostenibile compenetra la causa del contratto, caratterizzando già in fase genetica il profilo funzionale dello strumento finanziario. L'interesse sociale e/o ambientale dell'investitore si può, pertanto, dire che si aggiunga ai parametri di giudizio sulle finalità perseguite nel rapporto di investimento e quindi di meritevolezza del rapporto stesso⁷⁶⁰. A maggior ragione in considerazione della presenza in Costituzione

⁷⁵⁹ Nel settore finanziario non sarebbe la prima volta che la meritevolezza viene chiamata in causa per vagliare alcune. Numerosi esempi di tale ragionamento si possono incontrare proprio nelle vicende dei contratti del mercato bancario-finanziario-assicurativo che hanno caratterizzato la vendita di prodotti previdenziali-finanziari "my way" o "4you" (S. POLIDORI, *Investimento ad alto rischio e tutela del cliente: nullità per immeritevolezza della causa dell'operazione*, in *Foro nap.*, 2015, p. 523 ss.; G. BERTI DE MARINIS, *L'«incostituzionalità» del contratto immeritevole*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, II, p. 563 ss.), polizze assicurative con clausola "claims made" (Cass., Sez. un., 6 maggio 2016, n. 9140, in *Foro it.*, 2016, I, c. 2014; Cass., Sez. un., 24 settembre 2018, n. 22437, in *Contratti*, 2018, p. 639 ss. In dottrina v. *ex multis*, di A.C. NAZZARO, *Il contratto di assicurazione: la clausola claims made*, in *Corti Fiorentine*, 2017, p. 3 ss.; C. PERNICE, *La meritevolezza delle clausole claims made*, in *Rass. dir. civ.*, 2019, p. 1343 ss.) o, ancor più le travagliate vicissitudini degli strumenti finanziari derivati (*interest rate swap*; *ex multis*, R. DI RAIMO, *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, p. 295 ss. Più di recente, in argomento, M. BARCELLONA, *I derivati e la circolazione della ricchezza: tra ragione sistemica e realismo interpretativo*, in *Eur. dir. priv.*, 2018, p. 1097 ss.; A. TUCCI, *I contratti derivati degli enti locali dopo le sezioni unite*, nota a Cass., Sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770, in *Giur. it.*, 2020, p. 2403 ss.). Come è stato correttamente sostenuto non vale addurre, «con abilità dialettica», che se le scommesse sono ammesse nel nostro ordinamento allora vanno ammesse anche le negoziazioni in derivati. Ciò che è investito in derivati è pur sempre risparmio, e il risparmio non può essere «incanalato attraverso strumenti finanziari che difettano di meritevolezza, di ragionevolezza e di intrinseca adeguatezza»: P. PERLINGIERI, *Crisi dei mercati finanziari e crisi delle imprese*, in *Riv. dir. impr.*, 2011, p. 246 ss.

A conferma di quanto sostenuto da E. CAPOBIANCO, *Lezioni sul contratto*, Torino, 2014, p. 49 ss., il quale osserva come l'evoluzione interpretativa verso la causa in concreto, asseverata dalle più recenti tendenze giurisprudenziali, sfoci proprio in un naturale allargamento delle maglie del controllo di meritevolezza.

⁷⁶⁰ «Rileggere in chiave evolutiva le interferenze fra l'interesse individuale e quello generale quali entità che non sono contrapposte, ma destinate a marciare insieme». Occorre che si consideri i valori di riferimento, la loro relazione gerarchica e il loro corretto bilanciamento, nonché il fatto che la disciplina del rapporto risulti concretamente attuativa di quei valori entro il perimetro disegnato dalla assiologia del sistema. Il controllo deve tener conto della peculiarità del caso concreto rispetto al contesto politico-economico in cui è inserito. Tutto, dai soggetti, alla materia oggetto del contratto, ai tempi e ai modi di concluderlo concorrono a definire la meritevolezza del contratto. Di conseguenza, quello che è meritevole in relazione a un dato assetto di interessi e in un dato contesto assiologico può non esserlo, o addirittura essere illecito, se inserito in una diversa negoziazione o in un diverso contesto. S. POLIDORI, *Il controllo di meritevolezza sugli atti di autonomia negoziale*, in G. PERLINGIERI e M. D'AMBROSIO (a cura di), *Fonti, metodo e interpretazione. Primo incontro di studio dell'associazione dei dottorati di diritto privato*, Napoli, 2017, p. 391 ss.

degli artt. 9 e 41, che permettono una rilettura ecologica e sociale del diritto patrimoniale. È fonte di obbligazioni qualunque atto o fatto idoneo a produrle in conformità all'ordinamento; quindi, letto l'art. 1173 c.c. in combinato disposto con gli artt. 9 e 41 cost., se ne potrebbe ricavare che fonte di obbligazioni potrebbe essere anche la necessità di salvaguardare l'ecosistema o l'ambiente così come il *welfare*, in un'ottica di conformazione ambientale e sociale dell'autonomia negoziale.

Affinché l'investimento sostenibile sia tale, infatti, non basta che l'obiettivo sociale o ambientale sia possibile, lecito e raggiungibile, ovvero che il rapporto giuridico abbia causa e oggetto individuabili, ma altresì che questo sia meritevole, nel senso che non solo non deve essere futile, bensì in concreto deve assumere un valore alla luce della matrice personalistica e solidaristica dell'ordinamento; deve, quindi, apportare un concreto beneficio sul piano della sostenibilità.

Il terreno elettivo per provare la tenuta dell'operazione risiede negli strumenti di finanza di impatto, nei cd. contratti *payment by results* (o *win-win*) che, in attuazione del principio di sussidiarietà orizzontale, art. 118 cost., demandano all'iniziativa privata il perseguimento di politiche di *welfare*, molto spesso intrecciate anche con obiettivi ambientali. Si concentra l'attenzione, quindi, sui *social* e *green impact bond*, operazioni economico-finanziarie complesse strumentali alla realizzazione di diritti fondamentali anche di terzi. Come detto innanzi, il margine di guadagno dipende dal tasso di raggiungimento degli obiettivi che, a monte, sono individuati dall'intermediario medesimo, sulla scorta di metriche oggettive. Così come si è già detto che il problema si annida nell'individuazione dei target di riferimento e delle metriche di misurazione della riuscita dell'impatto. Infatti, non tutti i progetti finanziati da SIB, che continuano a proliferare⁷⁶¹, hanno dimostrato di saper essere all'altezza di quanto promesso.

La verifica di tenuta si innesta nel dibattito sul controllo di liceità e meritevolezza delle manifestazioni di autonomia negoziale privata, tra un limite esterno che, in negativo, l'autonomia negoziale non può oltrepassare, e la meritevolezza, «*unicum* nel panorama europeo» che colora

⁷⁶¹ A. TROTTA (a cura di), *La sperimentazione di social impact bond: sfide, opportunità e possibili applicazioni alla luce del PNRR*, 2022, disponibile in socialimpactagenda.it, offre una carrellata di progetti SIB attivi al 2022 in tutta Europa. Gli ambiti di rilievo sono “*Employment & Training*” e “*Child & Family Welfare*”. Di interesse appaiono anche i SIB lanciati nel campo “*Health & Wellbeing*”, mentre risultano attivi al momento solo 3 SIB per l'ambito “*Agriculture & Environment*”. Portogallo, Francia e Paesi Bassi guidano la classifica dei Paesi con più SIB attivi. Tra i SIB a cavallo tra sociale e ambiente, ad esempio, spicca *Réseau Écohabitat*. «Il SIB, inquadrato nel settore “*homelessness*”, è partito nel 2020 e si avvale di investimenti pari a circa euro 2.30m. L'intervento propone una sperimentazione di una politica pubblica rivolta a soggetti vulnerabili che vivono in situazioni precarie, finalizzata a riabilitare alloggi “non decorosi”, migliorandone anche l'efficienza energetica. Il programma di intervento consiste nel sostenere le famiglie nel reperimento di sussidi (o finanziamenti) adeguati, nel supportare le pratiche per realizzare i lavori e nel supervisionare l'iter procedurale. Il service provider si avvale anche della rete di volontari dell'organizzazione Secours Catholique. Attraverso la partnership SIB, il service provider rafforza il suo rapporto con l'agenzia pubblica ANAH, la cui missione è quella di migliorare il patrimonio abitativo privato. Gli outcome previsti sono individuati nel raggiungimento dell'obiettivo di ripristinare 200 abitazioni sul territorio regionale Hauts-de-France, nel periodo ricompreso tra il 2019 e il 2024» (in golab.bsg.ox.ac.uk/knowledge-bank/indigo/impact-bond-dataset-v2/indigo-poj-0030/).

dall'interno la regola pattizia, concernendo l'attitudine del regolamento a realizzare in positivo i valori costituzionali⁷⁶².

Un'operazione poco calibrata, attrattiva nella forma ma vuota nei contenuti, costruita senza una corretta ponderazione degli interessi in gioco, potrebbe rivelarsi, come minimo futile⁷⁶³. Alle volte, tuttavia, alla futilità dell'obiettivo si aggiunge, addirittura la dannosità dello stesso per l'ecosistema o per il sistema sociale, arrivando a sconfinare nella categoria dell'illecito perché attività totalmente insostenibile.

Esemplificando, si potrebbe pensare a progetti che promuovono di rinverdire aree cittadine estremamente cementificate, piantando specie di piante a crescita rapida ma altamente infestanti le quali potrebbero causare danni all'ecosistema, azzerando i benefici attesi e causando ulteriori costi (ad, esempio, per la loro estirpazione).

O ancora progetti in cui la linea tra illiceità e meritevolezza si affievolisce. Alcuni programmi, ad esempio, mirano a "rivitalizzare" aree rurali (o marine) e antichi borghi, attraverso la valorizzazione delle botteghe artigianali e degli antichi mestieri. Il fine è encomiabile. Tuttavia, ci si potrebbe chiedere cosa accadrebbe se il richiamo delle tradizioni e dell'artigianato avesse come ricaduta l'arrivo di una quantità di turisti tale da generare una insostenibilità dei numeri rispetto ai servizi offerti dal borgo, un'alterazione dell'ecosistema circostante allo stesso, con aumento esponenziale di inquinamento,

⁷⁶² Cass., 19 giugno 2009, n. 14343, in *Rass. dir. civ.*, 2011, p. 992 ss., con nota di C. CASO, *Fondamento costituzionale del dovere di ospitalità e conformazione dell'autonomia contrattuale*, relativa alla clausola risolutiva espressa, separa i due controlli e li sottopone al vaglio dell'art. 2 cost.

Tuttavia, continuano a esistere autorevoli voci della dottrina che esprimono perplessità di fronte «all'idea di un controllo di meritevolezza di tutela che non sia [semplicemente] riconducibile al controllo di liceità» (*ex multis* A. GENTILI, *La meritevolezza di tutela: da Emilio Betti a oggi*, in *Storia Metodo cultura nella scienza giuridica*, p. 283 ss.; V. ROPPO, *Il contratto*, in *Tratt. dir. priv.* Iudica e Zatti, 2^a ed., Milano, 2011, p. 346, che la definisce come «un inutile doppione» della liceità; G.B. FERRI, *Il negozio giuridico*, Padova, 2004, p. 110 s.). c'è chi mette in guardia dalla stessa perché non diventi una «magica porta di Ishtar attraverso la quale veicolare un inammissibile intervento del giudice sulla convenienza dell'affare» (Cass., Sez. Un., 23 febbraio 2023, n. 5657, in *dirittobancario.it*).

Lo stesso G. PERLINGIERI, *Il controllo di meritevolezza degli atti di destinazione ex art. 2645 ter*, in *Notariato*, 2014, spec. p. 13 s., nota 8, ammette la configurabilità pratica di ampi margini di sovrapposizione tra liceità e meritevolezza – «il controllo di meritevolezza spesso si risolverà in quello di liceità» – a condizione di non risolvere né l'uno né l'altro controllo nella semplice "non futilità" del regolamento negoziale.

⁷⁶³ P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., p. 611, parla di necessità «di non arrestare la valutazione dell'atto al mero giudizio di liceità e di richiederne anche la meritevolezza, ove si consideri che i valori costituzionali impongono piena attuazione: non basta dunque, in negativo, la non invasione di un limite di tutela, ma occorre, in positivo, che il fatto sia rappresentabile quale realizzazione pratica dell'ordine giuridico dei valori, quale coerente sviluppo di premesse sistematiche poste nella Carta costituzionale. [...] Non ogni atto lecito è meritevole di tutela: la semplice liceità esime, di regola, soltanto dalla responsabilità». Analogamente, sul terreno delle fonti dell'obbligazione, V. RIZZO, *Fonti delle obbligazioni fra tipicità, atipicità e giudizio di meritevolezza*, in F. RUSCELLO (a cura di), *Studi in onore di Davide Messinetti*, Napoli, 2008, p. 819, conclude che «[n]on appare allora più appropriato, o quanto meno, sufficiente e soddisfacente, il giudizio in negativo della liceità ma quello positivo della meritevolezza recuperando una portata selettiva degli interessi in gioco nella prospettiva della loro positiva attuazione e non della violazione di interessi e di diritti altrui».

cementificazione (da cui si stava fuggendo) e disagi ai precedenti abitanti. Il bilanciamento degli interessi in gioco, e dei principi ad essi sottesi, diverrebbe molto delicato.

Molto più spesso, tuttavia, ci si imbatte in investimenti sostenibili, ineccepibili sul versante della liceità, perché rispettosi di norme imperative o di principi di ordine pubblico, però privi di giustificazione sul piano della meritevolezza, stante la surrettizia obliterazione di quel fine sociale a cui si puntava. In detti casi la presenza dell'interesse non patrimoniale che giustifica la costruzione dello strumento, impone una verifica «non soltanto in chiave di proporzionalità e di equilibrio patrimoniale ma anche di ragionevolezza, intesa quale correttivo della mera patrimonialità e della razionalità economica». Muovendo dalla concreta individuazione degli interessi in gioco, occorre vagliare l'adequatezza della scelta negoziale per raggiungere il risultato sociale sperato.

Il risultato del controllo restituirà un'operazione meritevole solo se basata su criteri che hanno stretta connessione con i caratteri oggettivi della prestazione e con gli specifici valori che essa è preordinata a realizzare. Ovvero, se risulta corretta l'individuazione dei soggetti target che beneficeranno del servizio su cui si investe o se invece la stessa celi forme implicite di discriminazione (secondo il modello già trattato del c.d. *cherry picking*) quando non sia giustificata dalla realizzazione di valori che la Costituzione pone sullo stesso piano di quelli compressi o sacrificati. Se siano meritevoli, altresì, le metriche attraverso le quali si calcola la riuscita dell'iniziativa ed il rendimento economico atteso degli investitori.

I casi di studio di cui si potrebbe paventare l'immeritevolezza sono diversi. Tra i meno recenti, il caso *Utah School Readiness Initiative*, emblema della «febbre da SIB», orientato a fornire un corso prescolare allo scopo di aiutare bambini svantaggiati, risparmiando sull'istruzione di sostegno. Il SIB si rivelò un successo a livello economico ma un fallimento nello scopo sociale, in quanto il gruppo target era stato selezionato, non a seconda della reale necessità dei bambini, bensì con il fine di facilitare il raggiungimento della soglia per far scattare il pagamento⁷⁶⁴. I risultati di impatto non solo violavano l'utilità sociale ma erano irragionevoli perché tagliavano fuori dal supporto educativo proprio gli alunni con maggiori difficoltà, accrescendo la distanza con gli altri bambini.

Non meno immeritevole il progetto *London Homlessness SIB* in cui il tasso di riduzione delle persone senzatetto veniva falsato dal numero di *clochard* immigrati che venivano rispediti al loro Paese di origine. O ancora, ad un programma di riabilitazione di tossicodipendenti che misuri la riuscita sulla

⁷⁶⁴ I bambini target sono stati individuati tra coloro che non raggiungevano una certa soglia in un test standardizzato. Quanto ai risultati: se almeno la metà di questi bambini, all'ingresso a scuola, non avessero più avuto bisogno di supporto speciale, allora Goldman Sachs (e i suoi investitori) avrebbe incassato un interesse del 5% sul denaro investito (misurazione di impatto/prodotto). Orbene, l'esito fu sorprendente: 109 dei 110 bambini coinvolti non necessitavano più di aiuto scolastico. Il risultato, unico nel suo genere, si spiega ovviamente col fatto che il test iniziale fosse qualitativamente inappropriato a valutare i bisogni educativi dei minori (progetto già studiato da C. MIGNONE, *Finanziarizzazione del welfare e funzione degli atti di autonomia*, cit., p. 603 ss.)

base dei “disintossicati” in trattamento con il metadone e non, ad esempio, come dovrebbe essere, sulla base del reinserimento degli stessi come parte attiva e produttiva della società⁷⁶⁵.

Più di recente, si può citare il fallimento del SIB di Scampia, volto a intervenire sull'emergenza rifiuti, sollecitando l'apertura di un impianto per la raccolta differenziata che avrebbe dovuto, allo stesso tempo, ridurre la spesa pubblica per lo smaltimento e creare posti di lavoro in un quartiere ad alto tasso di disoccupazione⁷⁶⁶. Critiche sono state espresse anche sulla scelta dell'intervento sociale da attuare, sostenendo appunto che: «Sarà un po' complicato far passare un bond su un campo rom o su un progetto che intende lavorare sulla marginalità urbana. Chi se ne frega. Quello sui rifiuti ha i margini. È un po' più interessante»⁷⁶⁷.

⁷⁶⁵ Nel primo caso, assistiamo ad un rimpatrio forzato che non coincide con il dovere dello Stato di integrare la persona nel tessuto socio-economico del Paese; a risultare dubbia è proprio la meritevolezza del regolamento col quale le parti recepiscono e promuovono un'idea del bisogno sociale che di fatto vede le persone senza fissa dimora come l'«altro»; colui che appartiene a quella parte della società fatta di indesiderati o, al più, di semplici “costi”. Nel secondo si dà maggior rilievo all'obiettivo di secondo livello, ovvero la riduzione del danno, inteso come semplice diminuzione di soggetti che usano sostanze (anche questi progetti già esaminati criticamente da C. MIGNONE, *Finanziarizzazione del welfare e funzione degli atti di autonomia*, cit., p. 592 ss.).

⁷⁶⁶ Nel progetto, i proponenti di un consorzio di cooperative si impegnavano a sostenere i costi di costruzione di un impianto ad elevata tecnologia e a minimo impatto ambientale, candidandosi nel contempo a gestirlo per vent'anni, con una stima di trattamento di 19mila tonnellate per anno di frazione organica (quasi la metà del fabbisogno cittadino). Il risparmio previsto per l'amministrazione comunale dei costi di smaltimento dei rifiuti era di circa 800mila euro all'anno, cui si sarebbero sommati i risparmi indiretti legati alla cessione di una frazione del compost prodotto dall'impianto per la manutenzione delle aree verdi, nonché parte del biometano per alimentare il parco veicoli dell'amministrazione comunale. La rete si impegnava ad inserire nell'impianto circa 20 unità lavorative, individuate tra i soggetti svantaggiati del territorio di Scampia, e a reinvestire nel quartiere una quota parte degli utili provenienti dalla gestione dell'impianto in progetti di rilevanza sociale. «Una rivoluzione», come dicono i nostri intervistati, non solo un impianto, che avrebbe garantito di liberare le risorse finanziarie necessarie per realizzare servizi e interventi rispondenti ai bisogni del contesto locale (tra cui un asilo nido). Il fallimento, seguito all'annullamento della gara di appalto e all'apertura di una controversia giudiziaria, è stato giustificato con «il venir meno della «sostenibilità economica» della compagine sociale unitamente a non precisati difetti di progettazione», nonché di un assente «lavoro di traduzione» del linguaggio amministrativo-tecnico necessario per la ricostruzione di un rapporto di fiducia tra cittadini e amministrazione pubblica (D. GAMBARDELLA, R. LUMINO, *Investire nel sociale si può? Esperimenti di Social Impact Bond in Italia*, cit.).

⁷⁶⁷ D. GAMBARDELLA, R. LUMINO, *Investire nel sociale si può? Esperimenti di Social Impact Bond in Italia*, cit., riportano le parole del consorzio di cooperative coinvolto.

Ma si potrebbero fare altri esempi, come il *Working in Germany*, che permette a 130 persone disoccupate della cittadina di Enschede di ricevere 4 settimane di formazione intensiva dal partner tedesco del *service provider* olandese, al fine di maturare competenze tecniche riferite alle figure di manovalanza nei cantieri (che, guarda caso, in quella zona sono carenti); al termine del corso, agli stessi viene garantito uno *stage* di 4 settimane presso un'impresa, che rappresenta il primo *step* per un successivo potenziale contratto di lavoro. Quindi, si fornisce manodopera a basso costo per le imprese, le quali non sono costrette in alcun caso a stipulare un contratto con queste persone che, quindi, verrebbero pagate poco, per poco tempo, con un alto rischio di ripiombare nella disoccupazione (in golab.bsg.ox.ac.uk/knowledge-bank/indigo/impact-bond-dataset-v2/indigo-poj-0053).

Il *Workplace Rotterdam South*, lanciato nel 2015, punta al reinserimento lavorativo delle persone disoccupate (da almeno 5-7 anni) che beneficiano di sussidi (area South Rotterdam). I partecipanti al progetto vengono valutati e selezionati sulla base della motivazione (e non necessariamente delle *skills*) e indirizzati verso imprese commerciali disponibili ad accoglierli per favorire una maturazione di esperienze e competenze. Il criterio della motivazione per l'individuazione del target, tuttavia, sembra decisamente discrezionale se non ai limiti della arbitrarietà, aumentando di molto il rischio di *cherry picking* (in golab.bsg.ox.ac.uk/knowledge-bank/indigo/impact-bond-dataset-v2/indigo-poj-0054/).

Quindi, «pacta sunt servanda sí, ma soltanto se quei patti rispondono alla gerarchia dei valori del sistema»⁷⁶⁸. In questo caso vengono violati gli interessi non patrimoniali dell'investitore che viene blandito dal ritorno economico a cui, tuttavia, non corrisponde nessun “valore aggiunto” promesso per la società e tradite le legittime aspirazioni dei terzi beneficiari che attendono un servizio molto spesso costituzionalmente garantito, difficilmente reperibile solo facendo leva sulle risorse dello Stato.

5.1. Immeritevolezza dell'operazione finanziaria: tra nullità e rimedi di ortopedia giudiziale del regolamento contrattuale.

Permane dubbia la conseguenza, ossia la sanzione, da ricollegare all'atto immeritevole *ex art.* 1322, comma 2, c.c. In genere, la dottrina e la giurisprudenza concordano sulla qualificazione in termini di nullità del negozio che pone una regola discriminatoria. Dall'immeritevolezza del rapporto dovrebbe discendere l'inefficacia dell'intera operazione negoziale⁷⁶⁹. Un rimedio questo che potrebbe avvantaggiare anche i terzi stessi che non sono parti nell'operazione ma che abbiano interesse a farne valere la nullità che, come noto, prevede una legittimazione assoluta *ex art.* 1421 c.c. Salvo poi dover fare i conti con il tipo e il grado di tutela che l'istituto può realmente concedere nelle fattispecie concrete. Ad esempio, c'è chi si chiede se sia possibile prevedere una nullità di protezione che, espungendo dall'operazione determinate clausole, possa lasciare in vita l'assetto di interessi. Ciò sulla base della possibilità avanzata dalla dottrina di estendere la disciplina della stessa, anche nel silenzio del legislatore, al di fuori della disciplina consumeristica, in virtù di forme di contrattazione che fisiologicamente comportano un'asimmetria tale da giustificare una nullità in senso protettivo⁷⁷⁰. Già parlare di nullità di protezione ridimensionerebbe i risultati della nullità totale che, al contrario, comporterebbe la caducazione di tutta l'operazione⁷⁷¹.

Se detta soluzione potrebbe effettivamente trovare giustificazione in alcuni casi di *impact bond*, dove non è ragionevole né meritevole mantenere viva un'operazione “insostenibile” e dove la caducazione

⁷⁶⁸ C. MIGNONE, *Finanziarizzazione del welfare e funzione degli atti di autonomia*, cit., p. 602, che riprende P. PERLINGIERI, *La sussidiarietà nel diritto privato*, in *Rass. dir. civ.*, 2016, p. 689.

⁷⁶⁹ A.M. GAROFALO, *La nullità del contratto squilibrato o pregiudizievole: alla ricerca di una clausola generale di invalidità*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, p. 27 ss., la quale approfondisce il tema dividendo tra nullità parziale e assoluta, distinguendo tra espunzione di una clausola di irretroattività in un'assicurazione *claims made* mista, ai sensi dell'art. 1419 c.c., perché il contratto ha una struttura che non fa perno su tale clausola e pertanto può essere rimossa riportando a meritevolezza il contratto, contro contratti *For You o My Way*, nei quali tutta la struttura del contratto appare essere inidonea allo scopo precipitato nella causa, sicché non si potrebbe procedere a depurare il contratto da una clausola apposta allo stesso per ripristinarne la funzionalità. Prima di lei G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nella società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, p. 634, il quale fa l'esempio dell'accordo col quale le parti si vincolano a non contrattare con neri, ebrei o italiani.

⁷⁷⁰ L. MEZZASOMA, “*La nullità di protezione tra violazione di obblighi di legge e abuso del diritto*”, in *Corr. giur.*, 2021; G. D'AMICO, *Nullità virtuale - Nullità di protezione (Variazioni sulla nullità)*, in G. DALLA TORRE (a cura di), *Studi in onore di Giovanni Giacobbe, I, Teoria generale, Persone e Famiglia*, Milano, 2010, p. 1016.

⁷⁷¹ Generando «un esito sovrabbondante rispetto all'attuazione degli interessi [coinvolti e] protetti dalla norma violata»: S. POLIDORI, *Sub art. 1418*, in G. PERLINGIERI (a cura di), *Codice civile annotato con la dottrina e la giurisprudenza*, IV, 1, Napoli, 2010, p. 1021.

ab origine dell'intera operazione permette all'investitore di ritornare in possesso del suo capitale per reinvestirlo in progetti più soddisfacenti (con i limiti di cui si è già discusso), il ragionamento parrebbe troppo sbrigativo nel caso in cui l'obiettivo sociale consista nel fornire a terzi beneficiari un determinato servizio e l'erogazione sia già iniziata. In questo caso, infatti, una nullità assoluta sarebbe sproporzionata rispetto al danno che, l'eliminazione con effetto domino di tutti i rapporti collegati, causa al beneficiario - il quale, ad esempio, potrebbe trovarsi in difficoltà nel reperire un servizio conforme⁷⁷² - e, quindi, qualitativamente controfunzionale rispetto al suo interesse (in violazione del canone di ragionevolezza). La restituzione del capitale investito, inoltre, non soddisferebbe, se non in parte, l'interesse dell'investitore che è connotato anche dalla destinazione altruistica⁷⁷³. Questo, si ribadisce, a meno che non riguardi investitori persone giuridiche, i quali per statuto sono obbligati a reinvestire i capitali in progetti e attività aderenti allo scopo per cui sono stati costituiti.

Ovviamente, il ragionamento sull'adeguatezza del rimedio invalidante non è circoscritto solo a situazioni di acclarata immeritevolezza dell'investimento, bensì a tutte quelle scenari, già presi in considerazione che genererebbero come conseguenza un rimedio di natura invalidante/restitutoria.

Il fulcro del discorso è negare forme di automatismo rimediale⁷⁷⁴ nella consapevolezza che la soluzione più adeguata, in termini di strategia di tutela, possa cambiare in base alla valutazione, non solo qualitativa bensì quantitativa, degli interessi di volta in volta coinvolti, optando in certi casi, non per la eliminazione, ma bensì per un intervento manutentivo del regolamento negoziale, che possa ricondurlo entro i confini ed i valori approvati dall'ordinamento.

Servono rimedi che, strutturandosi intorno alla funzione, sappiano anche conservare e correggere queste operazioni, anziché demolirle sulla scorta della corretta lettura dell'esercizio del potere correttivo come «una linea guida del sistema valevole per tutte le nullità, e forse per tutte le patologie negoziali, quante volte la *ratio* del rimedio sia meglio soddisfatta dall'intervento correttivo, piuttosto che da quello

⁷⁷² Come spiega correttamente C. MIGNONE, *Meritevolezza dell'iniziativa, monetizzazione del benessere e nuovi modelli di welfare sussidiario*, cit., p. 143 s. e ID., *Finanziarizzazione del welfare e funzione degli atti di autonomia*, cit., p. 609 ss., nel caso dei SIB, si deve tenere conto, «oltre alle esigenze dei terzi, anche di quelle del *service provider* che ha impiegato le risorse a copertura dei costi del servizio, e degli stessi investitori che hanno sottoscritto gli strumenti di raccolta: questi soggetti, sebbene siano informati sulla natura dei fattori sociali che generano il profitto, non prendono parte alla costruzione dell'accordo che ne specifica con esattezza i termini». L'A. fa presente che un esito automaticamente demolitorio non è giustificabile neanche sulla base dell'ossequio alla natura pubblica o superindividuale dell'interesse protetto.

⁷⁷³ A. CARRISI, *op. ult. cit.*, p. 78, afferma: «il risultato economico positivo del prodotto finanziario non sostenibile esclude la efficace percorribilità del rimedio invalidante-restitutorio: la restituzione al cliente dell'importo investito non realizzerebbe il suo interesse come sopra delineato né, tantomeno, supporterebbe una funzione sanzionatoria o di deterrenza rispetto alle condotte degli altri partecipanti al mercato finanziario».

⁷⁷⁴ La qualificazione dell'iniziativa sussidiaria sfugge alla logica della preventiva identificazione delle regole di trasmissione di vicende patologiche che si applicano a casi concreti «giammai riconducibili a fattispecie tipizzabili» (T.V. RUSSO, *Il project financing*, in *Tratt. dir. civ. CNN*, diretto da P. Perlingieri, IV, 41, Napoli, 2007, p. 342 ss.).

eliminativo»⁷⁷⁵. Esercizio che svicola la trama dei rapporti tra nullità e integrazione del contratto dall'ambito esclusivo della nullità di protezione, in favore di un "giusto rimedio" che passi per un intervento mirato di "ortopedia giudiziale"⁷⁷⁶. Detto intervento dovrebbe avere come scopo quello di correggere il regolamento negoziale al fine di coniugare la giustizia contrattuale con le esigenze ambientali e sociali che da esso dovrebbero scaturire. Esemplificando, con riferimento alle fattispecie da ultime prese in considerazione nel sociale, la "manutenzione" potrebbe consistere nel ricalibrare le metodologie di costruzione dei gruppi target di riferimento, conformandole positivamente secondo ragionevolezza e non discriminazione. O ancora, individuando metriche e parametri valutativi che rispondano concretamente alle esigenze di risultato attese.

In conclusione, non si può che concordare con la parte più attenta della dottrina che, alla luce dello studio della caotica (e fin troppo numerica) disciplina della finanza sostenibile e di impatto, giunge ad affermare che «l'ermeneutica deve ancora illuminare la tecnica al fine di evitare che, gli indicatori, i grafici e gli alluvionali regolamenti di dettaglio cancellino l'individuo come portatore di aspirazioni e di bisogni e lo relegino ad una voce di costo o, peggio, ad un "bancomat" da cui attingere capitali freschi»⁷⁷⁷.

6. Rimedi preventivi "ex ante".

⁷⁷⁵ S. POLIDORI, *Integrazione del contratto e nullità parziali*, in A. FEDERICO e G. PERLINGIERI (a cura di), *Il contratto. Scuola estiva dell'Associazione dei Dottorati di Diritto Privato*, Napoli, 2019, p. 70 s.

⁷⁷⁶ Sul tema dell'integrazione cogente del contratto in contrapposizione all'integrazione meramente suppletiva, si veda E. CAPOBIANCO, *La determinazione del regolamento*, in V. ROPPO (a cura di), *Trattato del contratto*, III, Milano, 2022, p. 441 ss. L'integrazione cogente, infatti, definita dall'autore «antagonista» all'autonomia privata, può rappresentare una possibile risposta alle problematiche esposte «in quanto sacrifica la libertà contrattuale in nome di interessi superiori conformando il regolamento a detti interessi». Detto tipo di integrazione, in principio considerata eccezione rispetto alla integrazione suppletiva, ritenuta la regola, diviene «specie nei settori oggetto del nuovo diritto dei contratti (in cui spicca la regolazione per soggetti, per settore merceologico e per tecniche di contrattazione) assume connotati di regolarità. Con prevalenza, peraltro, rispetto al passato di norme conformative piuttosto che di norme semplicemente proibitive; e con modalità che non si risolvono solo nella consueta logica integrativo-sostitutiva ma talvolta operano mediante modalità diverse: si pensi all'imposizione di requisiti minimi di contenuto contrattuale (ad es.: art. 117 t.u.b., art. 23 t.u.f., art. 72 cod. cons.) o ai numerosi casi in cui doveri che si collocano nella fase anteriore della contrattazione sono suscettibili di incidere sulla regola contrattuale (ad es: 116 t.u.b., 21 t.u.f., art. 49, c. 5, cod. cons., artt. 34 e 35 cod. tur., disciplina delle pratiche commerciali scorrette)» (p. 451 s.). Inoltre, fonti di integrazione cogente non sono più solo norme imperative. Esiste, infatti, una integrazione cogente mediante diritto dispositivo proprio perché sempre più spesso sono norme dispositive ad integrare in maniera cogente il contratto, a seguito della dichiarazione di nullità di una sua clausola. Di più, «caratterizza il nuovo diritto dei contratti anche il fenomeno della cogenza unilaterale. Essa si manifesta in più di una occasione nel sistema (art. 127 t.u.b.; art. 79 l. 27 luglio 1978, n. 392; art. 78 c. cons.). In questo caso la conformazione avviene attraverso norme che possono essere derogate nella direzione di un maggior favore per il contraente protetto e non invece in senso opposto. Soluzione che si mantiene anche ad onta della scelta di una diversa legge applicabile al contratto (ad es. art. 78, comma 3, cit.). Il ruolo dell'interprete è in questo caso assai rilevante giacché talvolta il carattere imperativo della norma non è sempre esplicitamente definito». Dette riflessioni hanno come conseguenza un cambio di prospettiva anche nella riconduzione di buona fede ed equità solo nell'alveo dell'integrazione suppletiva.

⁷⁷⁷ C. MIGNONE, *La finanza sociale tra tecnica ed ermeneutica*, cit., p. 22.

Non è detto che risposte efficaci alle criticità del sistema della finanza sostenibile transitino solo per rimedi di *private enforcement*, né che si debba necessariamente attendere la fase patologica per prevenire e correggere determinate storture.

6.1. Public enforcement: la product intervention, la vigilanza prudenziale ed i poteri sanzionatori delle Autorità indipendenti europee e nazionali.

Nel processo di costruzione della fiducia nel mercato della sostenibilità, la tutela macro, del sistema e, allo stesso tempo, micro, dell'investitore, è affidata agli Organi di Vigilanza, europei – ESA's e soprattutto ESMA – e nazionali (per l'Italia, Banca di Italia e Consob, per la Spagna, Banco de España e CNMV)⁷⁷⁸. Tra gli ultimi rientrerebbe altresì l'AGCM, in Italia, e la CNMC (*Comision Nacional de los Mercados y de la Competencia*), in Spagna, nell'eventualità in cui il soggetto leso rientri nella categoria di consumatore.

L'attività di controllo ed intervento si distribuisce su più piani, e va a coprire tanto la fase fisiologica, di costruzione e targhettizzazione del prodotto e supervisione dell'operato dell'intermediario/revisori esterni/agenzie di *rating*, quanto la fase patologica, attraverso pervasivi strumenti sanzionatori.

1. Il piano del prodotto è occupato dalla cd. *product intervention*, intesa quale «potere delle autorità nazionali e sovranazionali [...] preposte alla vigilanza del mercato finanziario di vietare e/o limitare la distribuzione di specifici prodotti perché nocivi ai risparmiatori o per l'integrità o la stabilità del mercato»⁷⁷⁹. Essa è speculare alla disciplina della *product governance* (art. 21, comma 2-bis e comma 2-ter, t.u.f. e dettagliata dal Regolamento Intermediari), che racchiude tutte le misure funzionali a monitorare l'intero “ciclo vitale” del prodotto finanziario, dalla sua creazione alla sua distribuzione. Questo approccio, di stampo paternalistico, è stato introdotto dalla MIFID II ed è in linea con l'attuale disciplina degli investimenti sostenibili che centra la sua attenzione, più che sul cliente, sulla qualità del

⁷⁷⁸ R. LENER, E. RULLI, *La vigilanza sui mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, p. 447 ss., ricostruiscono il funzionamento dell'intero sistema di vigilanza quale «sistema pubblicistico dei controlli sulle attività degli operatori economici che intermediano la ricchezza tra il pubblico». La differenza tra Spagna ed Italia risiede nel modello prescelto per suddividere le competenze. In Spagna viene adottato il modello per soggetti: Banco de España si occupa delle banche, CNMV degli operatori del mercato mobiliare. In Italia si prevede un modello per funzioni. Gli artt. 5 t.u.b. e 5 t.u.f. elencano le rispettive competenze di Banca di Italia e Consob. La prima esercita i poteri di vigilanza avendo riguardo alla «sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, alla stabilità complessiva, all'efficienza e alla competitività del sistema finanziario nonché all'osservanza delle disposizioni in materia creditizia». La seconda ha potestà regolamentare su «trasparenza, obblighi informativi, comunicazioni pubblicitarie e rendicontazione, nonché di correttezza dei comportamenti, ivi comprese le valutazioni di adeguatezza e appropriatezza, gli obblighi relativi alla c.d. best execution e le regole sulla percezione di “incentivi”».

⁷⁷⁹ E. FRANZA, *La product intervention del mondo MIFID II/MIFIR*, in *Dir. econ.*, 2019, p. 330, ivi altra bibliografia. G. CAROTENUTO, *Product intervention under MiFID II/MiFIR*, in *Riv. dir. banc.* 2017, p. 1 ss. Il Reg. (UE) 600/2014, MIFIR, sui mercati degli strumenti finanziari (e sue modifiche approvate dal Parlamento Europeo in data 16 gennaio 2024, (COM(2021)0727 – C9-0440/2021 – 2021/0385(COD))), nel Titolo VII, artt. 39 ss., disciplina le misure di vigilanza in merito all'intervento sui prodotti e alle posizioni.

prodotto finanziario. Il fine, infatti, è proprio il controllo preventivo sull'oggetto stesso dell'offerta finanziaria per ridurre pratiche di *mis-selling*⁷⁸⁰.

In questo contesto, il potere di vigilanza ed intervento delle Autorità spazia dal monitoraggio sul mercato (*market monitoring*, spettante alle Autorità nazionali) a vere e proprie misure cautelari, che inibiscono temporaneamente o limitano la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati strumenti finanziari. Decisioni in tal senso, però, devono essere giustificate dalla necessità di fronteggiare un pericolo significativo alla protezione degli investitori o una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o alla stabilità del sistema finanziario (le Autorità nazionali possono intervenire anche in caso di ripercussioni negative di un derivato sul meccanismo di formazione dei prezzi nel mercato sottostante). Sono, dunque, misure di *extrema ratio* e, come tali, devono rispondere ai requisiti di proporzionalità e ragionevolezza. Il prodotto su cui operare deve essere analizzato nei requisiti di trasparenza, di complessità e d'innovazione o di particolari caratteristiche. Si valuta, ad esempio, «l'utilizzo di tecniche che attirano l'attenzione dei clienti ma non riflettono necessariamente l'idoneità o la qualità globale dello strumento; [...] o l'utilizzo di nomi di prodotti o di terminologia o di altre informazioni che sottintendono caratteristiche del prodotto che non esistono»⁷⁸¹. La fattispecie di intervento si attaglia perfettamente ad uno *screening* preventivo di prodotti che pubblicizzano qualità *green* o *social*. Grazie alla *product intervention*, le Autorità avrebbero la capacità di bloccare *ex ante*, o sospendere *ex post*, la circolazione sul mercato di strumenti che già in partenza dimostrano di non essere nelle condizioni di rispettare le finalità promesse, evitando o ammortizzando il danno al cliente finale⁷⁸². A livello di sistema, inoltre, detto potere verrebbe utilizzato come ennesimo

⁷⁸⁰ Le misure in cui si compendia la *product governance* impegnano intermediari emittenti e distributori. I primi devono implementare un "processo di approvazione dello strumento finanziario" che definisca il "tipo" di cliente compatibile e il "gruppo" di clienti incompatibili. Devono, quindi, individuare un target a cui rivolgere il singolo strumento. I secondi devono predisporre una "strategia di distribuzione" dei prodotti che tenga conto del target market tracciato dal produttore. Si ricorda che nel mercato degli investimenti sostenibili, i produttori e distributori sono esentati dall'identificare il gruppo di clienti con i quali lo strumento finanziario non è compatibile, con la conseguenza che strumenti finanziari sostenibili possono essere distribuiti anche a investitori che non hanno preferenze di sostenibilità (artt. 9 e 10 Direttiva Delegata (UE) 2017/593) [L. DELLA TOMMASINA, *La produzione e la distribuzione di strumenti finanziari (tra servizi di investimento esecutivi, aumenti di capitale senza consulenza e derivati over the counter)*, cit., ivi tutta la bibliografia sulla *product governance*].

Dette misure si stanno intensificando anche grazie all'ESMA *Opinion Sustainable investments: Facilitating the investor journey - A holistic vision for the long term*, del 24 luglio 2024, (in dirittobancario.it), nel quale si suggerisce l'introduzione di «consumer testing – designed in accordance with behavioural science – before launching any legal proposal addressed to retail investors. Given that policy solutions should address retail investor needs, it would be prudent to carry out consumer testing to explore key elements of the solutions and ensure that they actually support retail investors in their decisions. At the same time, consumer testing should be complemented, where necessary, with industry testing to generate input from financial market participants ('FMPs') on the feasibility and workability of potential solutions».

⁷⁸¹ Comunicazione Consob del 22 dicembre 2014 n. 0097996, in consob.it/documents/1912911/1926871/c0097996.pdf/c1af9745-cd80-0c30-beb4-e458f08e4872.

⁷⁸² Secondo N. MICIELI, *Il risparmio tradito, tra disciplina generale e regole speciali*, in *Merc. conc. reg.*, 2018, p. 571, la *product intervention* potrebbe portare a valutare una potenziale responsabilità dell'emittente e dell'intermediario in ipotesi di prodotto finanziario non adeguato al mercato target.

meccanismo di orientamento dell'offerta, sia in fase di produzione che di distribuzione del prodotto, e della domanda, allontanando il cliente da determinati tipi di prodotti e semplificando il suo accesso ad altri⁷⁸³.

2. Spostando l'attenzione dal prodotto agli operatori professionali, non solo intermediari ma anche revisori esterni (la cui centralità cresce con il regolamento sui *green bond*) e agenzie di *rating*, l'ingresso dei fattori ESG impatta tanto sui poteri di vigilanza regolamentare (art. 6 t.u.f.)⁷⁸⁴, tanto sulla vigilanza di informazione quanto, e soprattutto, sulla vigilanza prudenziale, intesa come perseguimento della politica di "sana e prudente gestione".

Quanto a quest'ultima, si è già avuto modo di sostenere che la "sana e prudente gestione" coinvolge anche la sostenibilità finanziaria. Si è, tuttavia, ammesso che le politiche di inserimento dei fattori ESG – ovvero della sostenibilità non finanziaria – implicino dei forti adattamenti sul piano gestionale e prudenziale dei soggetti finanziatori. La sostenibilità non finanziaria, infatti, si presenta come "rischio" sistemico, paragonabile a tutti gli altri rischi fisiologici dell'attività finanziaria. Da ciò consegue la sua necessaria inclusione nell'attività di vigilanza prudenziale delle Autorità, al fine di evitare che errori di gestione o difformità nelle politiche di inserimento la trasformino in causa endemica di instabilità finanziaria⁷⁸⁵. Abbracciando l'idea che, più che al rafforzamento della responsabilità e delle sanzioni in capo agli intermediari collegate al mancato rispetto degli obiettivi di responsabilità, si debba puntare ad

Il prodotto, dunque, verrebbe trattato alla stregua di un bene pericoloso la cui circolazione necessita una fase di sperimentazione e collaudo (*product approval process*). L'idea è sostenuta anche da R. MARINO, *La tutela dell'investitore retail, tra "spinte gentili", strumenti di public enforcement e rimedi civilistici. Una realtà in continuo divenire*, in *Giust. civ.*, 2023, p. 105 ss., la quale intravede una responsabilità *ex art. 2050 c.c.* nei confronti del *manufacturer* nel caso in cui un risparmiatore che abbia subito un danno il quale lamenti che esso sia derivato dal non aver governato i rischi connessi alla circolazione del prodotto (in ragione di un *target market* di riferimento). A sua volta, potrebbe prospettarsi una responsabilità oggettiva anche della stessa Autorità di Vigilanza nel caso in cui «potendo inibire la produzione circolazione di prodotti nocivi per il target di riferimento, omettano le cautele imposte dalla legge. [...] Il giudizio di adeguatezza dei prodotti non è rimesso né alla valutazione del cliente né a quella dell'emittente-intermediario, ma rimane sottoposta ai poteri, anche inibitori, delle Autorità di Vigilanza» (sul tema della responsabilità civile per omesso, inadeguato, ritardato esercizio di vigilanza G.R. FILOGRANA, *Riflessioni in tema di vigilanza bancaria*, in *Dimaf*, 2021, p. 5 ss.).

⁷⁸³ Esemplificativo è l'art. 45, lett. h) ss., reg. *green bond*, nel quale si permette alle Autorità nazionali di sospendere o proibire un'offerta, un'ammissione alla negoziazione o la semplice pubblicità di obbligazioni verdi, sino a proibire totalmente l'emissione delle stesse per un periodo non superiore ad un anno in ipotesi di violazioni, anche ripetute, degli obblighi di cui agli artt. 18-19.

⁷⁸⁴ La vigilanza regolamentare è la vigilanza che insiste sull'intero mercato finanziario e, in particolare, sui soggetti professionali che vi operano. La stessa valorizza l'autonomia decisionale dei soggetti vigilati; opera secondo proporzionalità (minor sacrificio dei destinatari); riconosce il carattere internazionale del mercato finanziario e salvaguardia della posizione competitiva industria italiana; agevola l'innovazione e concorrenza; «gradua» gli obblighi in relazione alla natura dei clienti. Quella informativa, invece, si manifesta nel potere riconosciuto alle Autorità, nell'ambito delle rispettive competenze, di richiedere la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti con le modalità e nei termini da esse stabiliti (ai soggetti abilitati ma anche ai soggetti incaricati della revisione) (R. COSTI, *Vigilanza regolamentare e better regulation*, in S. ADAMO, E. CAPOBIANCO, P.A. CUCURACHI, *op. cit.*, p. 193 ss.).

⁷⁸⁵ F. RIGANTI, *Sostenibilità non finanziaria, "sana e prudente gestione" e governo societario delle banche. "arlecchino" nel c.d.a.? (note a margine di un convegno sull'isola di Capri)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, p. 335 s., sostiene che, includere la sostenibilità non finanziaria nella vigilanza prudenziale, permette di conseguire la stabilità patrimoniale delle banche e del sistema finanziario, cioè la sostenibilità finanziaria.

una maggiore cooperazione delle Autorità di vigilanza con gli amministratori delle banche, nonché delle altre società di investimento, in un clima di reciproca fiducia⁷⁸⁶, si assiste ad una serie di interventi normativi che mirano ad un rinvigorismento dell'intervento esterno dell'Autorità di Vigilanza nei confronti degli *interna corporis* della società⁷⁸⁷. Oltre alla già citata direttiva *Due Diligence*, l'adeguamento della disciplina prudenziale della banca per i rischi ESG avviene ad opera della Proposta di modifica della Direttiva (UE) 2013/36/, cd. "CRD", approvata in via definitiva dal Parlamento europeo il 24 aprile 2024⁷⁸⁸ che, all'art. 87 *bis*, amplia i compiti dell'organo di gestione dell'impresa e li affianca ad un intervento più pervasivo dell'Autorità di vigilanza⁷⁸⁹.

A tali discipline si aggiungono le *Draft Guidelines on the management of ESG risk*, emanate da EBA il 18 gennaio 2024⁷⁹⁰, le quali richiedono una valutazione annuale della materialità dei rischi ESG sul sistema societario che: consideri gli effetti potenziali di tali rischi su tutte le categorie convenzionali di rischio finanziario e sulle attività significative, sui servizi e sui prodotti; che sia adeguata alle e integrata

⁷⁸⁶ S. QUADRI, *Nuovi orizzonti per una finanza realmente sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, p. 425, nota 40, che afferma che «spesso la moral suasion ed il Soft Law raggiungono mete difficili da perseguire con l'enforcement, in base ad un "consenso sociale" che condiziona il comportamento degli operatori molto più di obblighi giuridicamente vincolanti».

⁷⁸⁷ I poteri di *enforcement* in capo alle Autorità si snodano lungo tutto l'arco della vita del soggetto controllato e monitorano che le condotte di quest'ultimo siano aderenti ai criteri prestabiliti di "adeguatezza organizzativa". La violazione di tali criteri, infatti, è capace di colpire la stessa esistenza del soggetto vigilato. Pertanto, le violazioni di regole di condotta organizzative autorizzano le Autorità a emanare provvedimenti di natura sanzionatoria, ingiuntivi e cautelari che limitino o impediscano l'attività del soggetto, seppure in precedenza ad essa autorizzato (E. GIORGINI, *Consulenza finanziaria e sua adeguatezza*, cit.).

⁷⁸⁸ "Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/36/UE ("CRD") per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance, e che modifica la direttiva 2014/59/UE ("CRD VI") e la "Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 ("CRR") per quanto concerne i requisiti per il rischio di credito, il rischio di aggiustamento della valutazione del credito, il rischio operativo, il rischio di mercato e l'output floor" ("CRR VI"), che erano state presentate dalla Commissione Europea al Parlamento Europeo e al Consiglio dell'Unione Europea il 27 ottobre 2021.

⁷⁸⁹ Art. 87 *bis* "Rischi ambientali, sociali e di governance": «1. Le autorità competenti assicurano che gli enti dispongano, nell'ambito dei loro solidi dispositivi di governance, [...] di strategie, politiche, processi e sistemi solidi per l'identificazione, la misurazione, la gestione e la sorveglianza dei rischi ambientali, sociali e di governance su una serie adeguata di orizzonti temporali. [...] 3. Le autorità competenti assicurano che gli enti mettano alla prova la propria resilienza agli impatti negativi a lungo termine di fattori ambientali, sociali e di governance, sia in scenari di base che in scenari avversi lungo un determinato arco di tempo, a partire dai fattori climatici. [...] 4. Le autorità competenti valutano e monitorano gli sviluppi delle pratiche degli enti in relazione alla loro strategia ambientale, sociale e di governance e alla loro gestione dei rischi, ivi compresi i piani che devono essere elaborati a norma dell'articolo 76, nonché i progressi compiuti e i rischi legati all'adattamento dei loro modelli imprenditoriali ai pertinenti obiettivi strategici dell'Unione o alle tendenze più generali in ordine alla transizione verso un'economia sostenibile, tenendo conto dell'offerta di prodotti connessa alla sostenibilità, delle politiche di finanziamento della transizione, delle relative politiche di concessione di prestiti e dei relativi obiettivi e limiti in materia ambientale, sociale e di governance».

Sempre E. GIORGINI, *op. ult. cit.*, p. 103, ritiene che l'ampio assetto di norme, primarie e secondarie, che si inquadrano nella "sana e prudente gestione" sconfinerebbero dal campo "strutturale e organizzativo" alla disciplina degli atti e delle attività finanziarie, ovvero del contratto.

⁷⁹⁰ EBA, *Consultation paper Draft Guidelines on the management of ESG risks*, 18 gennaio 2024, eba.europa.eu. Sulle aspettative di vigilanza si veda C. CAMPAGNA, *Credito e sostenibilità*, in *Le Corti Umbre*, 2022, p. 323 ss.

nelle valutazioni di materialità, ai fini del calcolo dei processi interni di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale; e che consideri tutti gli orizzonti temporali. Con particolare riferimento ai finanziamenti alle imprese, le Linee Guida suggeriscono la individuazione di procedure interne che valutino l'esposizione ai fattori ESG delle attività dei finanziati. Ai fini di rilascio del finanziamento, tali fattori vanno integrati, altresì, nelle procedure di classificazione del rischio, nella valutazione di rischio di *default* del finanziato, negli indicatori di rischio e nei modelli di misurazione del merito creditizio.

L'art. 87, par. 4, Proposta CRD, introduce un potere di vigilanza che consente alle Autorità di imporre agli enti vigilati di ridurre i rischi derivanti dal disallineamento delle loro politiche con gli obiettivi delle *policy* dell'Unione e con la tendenza alla transizione verso fattori ESG; di monitorare e valutare le pratiche e i piani delle banche sulla gestione del rischio ESG, compresi i progressi compiuti in tale direzione e i rischi affrontati per adattare i modelli di *business* alle politiche di transizione. La formulazione è criticata in quanto limita il principio della discrezionalità gestoria degli enti e accentua i profili di eterodeterminazione del governo bancario rispetto al passato⁷⁹¹. Assimilando il rischio di transizione, *in primis* climatica, ad un rischio prudenziale, tanto per gli operatori, quanto per la stabilità finanziaria, le Autorità mettono in chiaro che il compito che il settore bancario deve svolgere nella transizione ecologica non si limita alla mera gestione dei rischi derivanti dalla sostenibilità. Si rifletta, ad esempio, sul problema del *greenwashing*, posto da ESMA e Consob tra le priorità di vigilanza 2022-2024. Inserire nella dichiarazione annuale sui fattori non finanziari anche la misurazione prudenziale dei costi legati al possibile rischio *greenwashing* potrebbe consentire interventi correttivi a livello sia di singola entità sia di mercato. Gli indici di valutazione del rischio "*greenwashing*" potrebbero considerare le competenze conoscitive degli operatori del settore con riferimento a investimenti sostenibili, il numero di ore di formazione degli intermediari in materia di finanza sostenibile, il livello di soddisfazione della clientela rispetto a prodotti catalogati come sostenibili e, altresì, al numero di reclami o sanzioni pervenuti all'ente collegati a questi stessi prodotti. In base al principio di adeguatezza o solidità patrimoniale, la banca deve essere in grado, attraverso il suo patrimonio, di assorbire potenziali perdite e mantenere una posizione finanziaria stabile. Pertanto, se l'istituto che offre il finanziamento è obbligato ad adeguare l'entità del proprio patrimonio agli eventuali costi che dovrà sostenere anche per via di gestioni o condotte scorrette, imporre l'adeguamento patrimoniale anche per via delle eventuali perdite dovute al *greenwashing* incentiverebbe quest'ultimo ad evitare attuazioni distorte della disciplina sulla finanza sostenibile. In tal modo, si ridurrebbero i casi di conflitto di interessi e di *mis-selling* da parte della banca sugli investimenti e sui finanziamenti sostenibili e, di conseguenza, la stessa

⁷⁹¹ Come afferma V. BEVIVINO, *Il bank government dopo l'integrazione dei fattori ESG nella regolazione prudenziale europea*, cit, p. 625 s.: «un conto è imporre alle banche di internalizzare, gestire e mitigare rischi ESG, in conformità con la strategia complessiva dell'ente, un altro è aspettarsi che le banche si allineino alle politiche dell'Unione».

potrebbe ridurre al minimo la copertura patrimoniale necessaria per tamponare le perdite da essi derivanti⁷⁹².

3. L'intervento delle Autorità non si limita al controllo della stabilità e del buon funzionamento del mercato a livello di sistema, bensì interviene, con la cd. vigilanza di tutela, a protezione dell'investitore danneggiato dall'inadempimento dell'intermediario, tanto in caso all'assenza di trasparenza delle condizioni contrattuali, quanto in ipotesi di scorrettezza di condotta nei rapporti con la clientela. Detto intervento, in alcuni casi, viene realizzato anche sfruttando costrutti tipici della tutela civilistica.

Oltre a pervasivi poteri di indagine (art. 6 bis ss. t.u.f. e Tit. IX, Cap. I, artt. 232 ss., LMV), che consentono alle Autorità di accedere alle informazioni e ai dati necessari per vagliare il rispetto da parte degli intermediari degli obblighi loro imposti⁷⁹³, ad esse spettano tanto poteri inibitori, quanto poteri sanzionatori (artt. 190-191 t.u.f.).

3.1. Le sanzioni che possono comminare le Autorità sono principalmente pecuniarie ed hanno natura amministrativa.

Prendendo a modello il regolamento *green bond*, dette sanzioni vengono emesse a carico degli intermediari – in questo caso solo emittenti – in caso di violazione da parte di questi ultimi del rispetto degli obblighi contenutistici richiesti dal regolamento, affinché alle obbligazioni venga riconosciuta l'etichetta *green*. Su richiesta del legislatore europeo, dette sanzioni devono essere effettive, dissuasive e proporzionate, tra gli altri criteri, «al grado di responsabilità dell'autore della violazione, all'ammontare dei profitti realizzati o delle perdite evitate da parte del soggetto responsabile della violazione o all'ammontare delle perdite subite da terzi a causa della violazione, nella misura in cui possano essere determinati; alle conseguenze della violazione sugli interessi degli investitori» (art. 50). Quest'ultimo parametro potrebbe assumere una portata dirimente nel momento in cui l'Autorità coinvolta prenda consapevolezza della centralità che la clausola di scopo “verde” dell'obbligazione ha nella scelta di investimento dei clienti e nella tenuta dell'intera operazione economica alla base. Tuttavia, tali sanzioni hanno effetto meramente deterrente e sono rivolte esclusivamente all'intermediario emittente; operano, quindi, a livello di sistema, e non coinvolgono la sfera giuridica del soggetto

⁷⁹² Il discorso si inserisce nella più ampia questione di introdurre nel rischio di condotta, inteso come strumento per misurare le perdite di capitale effettive o potenziali direttamente derivanti da comportamenti scorretti, anche i rischi ESG. A livello di sistema, oltre a quanto già detto, questo permetterebbe «di raccogliere dati quantitativi utili a fini della valutazione esterna da parte dei clienti, degli investitori, delle agenzie di rating, nonché a fini di vigilanza, consentendo dunque un monitoraggio diffuso del rispetto degli indicatori del rischio di condotta ESG, da ultimo rilevante per vi) evitare che la facile propagazione dei rischi di greenwashing lungo la catena di valore comprima a livello sistemico l'integrità e la stabilità dei mercati» (il tema è approfonditamente trattato da G. SCHNIDER, *Per un approccio sostanziale alla finanza sostenibile: il greenwashing sotto la lente del rischio di condotta*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, p. 222 ss.).

⁷⁹³ L'art. 45 reg. (UE) 2023/2631 autorizza le Autorità nazionali a richiedere agli emittenti di pubblicare le schede informative sulle obbligazioni verdi, di pubblicare relazioni annuali sull'allocazione dei proventi e relazioni sugli impatti.

investitore leso, il quale resta estraneo alla procedura. Rientrano, pertanto, tra i rimedi a tutela indiretta dell'investitore.

3.2. Delle misure inibitorie si è in parte già detto. Esse impediscono o sospendono la pubblicità e/o la emissione di strumenti finanziari non allineati agli obblighi imposti dalla normativa di riferimento o, più in generale, non rispettosi di quanto dichiarato nel prospetto informativo.

In alcuni casi, tuttavia, le misure inibitorie non assumono carattere preventivo quanto restitutorio, ovvero non mirano a prevenire i danni che strumenti finanziari inadeguati potrebbero causare ai clienti finali, e quindi alla stabilità del mercato, bensì impongono all'intermediario la restituzione delle somme indebitamente percepite a fronte di "irregolarità" riscontrate in sede di controlli⁷⁹⁴. L'ipotesi non è contemplata specificamente nel regolamento *green bond*, tuttavia, rientra tra i poteri riconosciuti a Banca di Italia, all'art. 128 *ter*, lett. a), t.u.b., in ipotesi di violazione degli obblighi imposti dal Titolo VI, "Trasparenza delle condizioni contrattuali e rapporti con la clientela"; tale tutela inibitoria è inclusa, altresì, tra le fattispecie sanzionatorie nella LMV spagnola, agli artt. 312, par. 9 e 313, par. 5, in caso di violazioni gravi o molto gravi degli obblighi (informativi, contrattuali etc.) imposti agli intermediari («*Restitución de los beneficios obtenidos o de las pérdidas evitadas con la comisión de la infracción, en caso de que pueda determinarse*»). Si tratta di uno strumento peculiare che consente all'Autorità di intervenire direttamente sul rapporto contrattuale tra intermediario e cliente al fine di "riparare" il pregiudizio subito da quest'ultimo, ripristinando altresì le condizioni antecedenti alla violazione. La modalità operativa nella sua morfologia assume i caratteri di una tutela civilistica, rinviando nella sua stessa dicitura alla disciplina dell'indebito oggettivo ex art. 2033 c.c., e consente la tutela diretta del cliente, danneggiato dalla violazione di obblighi di trasparenza.

Ai fini del ragionamento fin qui condotto, se si ritenesse adeguato al "tradimento" dell'interesse alla sostenibilità un rimedio di natura restitutoria, il meccanismo inibitorio descritto potrebbe trovare applicazione in tutte quelle situazioni, già citate, in cui venga meno il rispetto degli obblighi informativi imposti dalla disciplina della finanza sostenibile. Ovviamente, non avendo la Banca di Italia potere conciliativo o giustiziale, la tutela avrebbe comunque carattere "collettivo", e non andrebbe ad incidere sul singolo rapporto giuridico. Lo stesso carattere collettivo assunto dai provvedimenti, inibitori e sanzionatori, emanati dall'AGCM in materia bancaria-finanziaria, nell'ipotesi in cui la controparte del

⁷⁹⁴ C. ROBUSTELLA, *Misure preventive e restitutorie nell'ambito della Vigilanza di tutela*, in corso di pubblicazione, nota 19, spiega che la genericità del termine «irregolarità» giustifica l'irrogazione delle misure inibitorie «ogni qualvolta dall'attività di vigilanza informativa e ispettiva di cui all'art. 128 emerge la violazione di una norma di legge o di una disposizione attuativa in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali e di rapporti con la clientela, stante la strumentalità dei controlli di cui all'art. 128 al "fine di verificare il rispetto delle disposizioni" del Titolo VI».

rapporto sia un consumatore e l'intermediario abbia tenuto una condotta riconducibile ad una pratica commerciale scorretta⁷⁹⁵.

In generale, si potrebbe affermare che l'intervento inibitorio/correttivo e sanzionatorio delle Autorità, anche nell'ambito della finanza sostenibile, consenta un «controllo terapeutico delle parti in conflitto»⁷⁹⁶ che opera a monte per ridurre il numero di liti giudiziarie a valle, spostando la protezione dell'investitore a livello preventivo e mantenendola sul piano del mercato e della collettività. È bene ricordare, infatti, che le Autorità comunque debbono preservare anche interessi pubblici di stabilità e integrità del mercato. L'adozione di provvedimenti inibitori e sanzionatori passa sempre dal vaglio dei possibili effetti pregiudizievoli che questi causerebbero anche alla stabilità del sistema finanziario. La vigilanza di tutela deve essere sempre temperata con le ulteriori finalità generali di vigilanza.

Tuttavia, alla luce dell'importanza che gli interessi di sostenibilità stanno assumendo anche negli stessi *business models* degli intermediari, non è detto che le esigenze di tutela collettiva degli investitori non possano andare a combaciare, almeno parzialmente, con gli stessi obiettivi, a monte, di vigilanza prudenziale.

6.2. L'educazione finanziaria del cliente anche alla luce della nuova fase di digitalizzazione. Fintech e sostenibilità.

Accanto agli strumenti di *enforcement*, pubblici e privati, una delle leve in grado di contribuire all'efficientamento del mercato sostenibile e prevenire, almeno in parte, fraintendimenti, è costituita dall'*empowerment* dell'investitore.

In una società ormai "rassegnata" ad un approccio finanziario più di debito che non di risparmio, sta maturando l'idea che l'educazione alla gestione del proprio capitale sia da vivere con un forte senso di responsabilità nei confronti di sé stessi e degli altri, quale «strumento di accumulazione di valore da un

⁷⁹⁵ L'AGCM in questo ambito ha svolto un'azione di controllo sulla correttezza degli operatori professionali e sul rispetto di regole essenziali di chiarezza e trasparenza, in cooperazione o comunque nel rispetto delle prerogative delle istituzioni di vigilanza competenti in ciascuno specifico settore (Banca d'Italia, Consob). Si è occupata tanto di pratiche aggressive, quanto di pratiche ingannevoli, in cui gli operatori forniscono un'informazione fuorviante o incompleta distorcendo in tal modo le scelte dei consumatori. Si pensi, ad esempio, nella presentazione ingannevole dell'acquisto dei diamanti quale investimento profittevole, sicuro e immediato laddove, in realtà, il guadagno era connotato da aleatorietà o comunque da una profittabilità di lunghissimo periodo, e a come questa fattispecie possa essere facilmente traslata sul piano degli investimenti sostenibili. G. PITRUZZELLA, *L'attività dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato nei settori bancario-finanziario-assicurativo*, testo della Audizione dinanzi alla Commissione Finanze del Senato della Repubblica - 18 sett. 2018, disponibili in *senato.it*.

⁷⁹⁶ C. ROBUSTELLA, *Misure preventive e restitutorie nell'ambito della Vigilanza di tutela*, cit., per la quale sono misure che permettono: «rimozione (i) degli elementi che possono generare l'insorgenza di una futura e eventuale controversia giudiziaria dall'esito verosimilmente infausto (a seguito di accertamento di una violazione della normativa sulla trasparenza) e (ii) delle sue esternalità - in termini di pubblicità negativa-, che finirebbero per incidere sulla reputazione dell'intermediario e, dunque, sulla stabilità del sistema finanziario nel suo complesso».

lato, strumento di equità distributiva, di coesione sociale, di contrasto alle disuguaglianze dall'altro»⁷⁹⁷. Soprattutto alla luce della elevata propensione delle nuove generazioni (in particolare i *post-millennials*)⁷⁹⁸ al *green and sustainable*, accompagnata però da uno scarso bagaglio conoscitivo e di competenze finanziarie e da scelte di portafoglio molto spesso emotive, irrazionali e dettate da comportamenti gregari o puramente emulativi (perché di moda). In sintesi, ad un approccio finanziario sostenibile corrisponde un basso livello di alfabetizzazione finanziaria⁷⁹⁹, intesa non tanto come mancanza di informazioni che, al contrario, risultano anche in eccesso, bensì come “analfabetismo finanziario funzionale”, ossia inintelligibilità dell'informazione. Detto gap formativo, in media, si manifesta in tutte le fasce di età della popolazione italiana e spagnola, diminuendo al crescere del titolo di studio e penalizzando le donne in entrambi i Paesi⁸⁰⁰. Nei giovani risulta, tuttavia, ancora più

⁷⁹⁷ M. COSSU, *L'educazione finanziaria della “generazione z”. riflessioni in tempo di pandemia*, in *Scritti in onore di Vincenzo di Cataldo, I, Proprietà intellettuale e concorrenza*, Torino, 2021, p. 240.

⁷⁹⁸ Molto più dei Millennials. M. BONERA, A.P. CODINI, G. MINIERO, *The great Millennials' trouble: leading or confused green generation? An Italian insight*, in *Italian Journ. of Marketing*, 2020, p. 303 ss., che affermano: «[t]he first result of the empirical analysis contrasts with the literature and empirical evidence, usually describing Millennials as pro-environment oriented (...). On the other hand, our findings do not support the theories evidencing the existence of a negative correlation between young generations and environmental sensitivity».

⁷⁹⁹ Per capire la situazione facciamo riferimento ai dati degli ultimi anni in Spagna e Italia. Dalle indagini statistiche “OCSE PISA 2012” e “OCSE PISA 2015” emerge che i quindicenni italiani, rispetto alla media degli studenti degli altri Paesi OCSE che hanno partecipato all'indagine, in materia di alfabetizzazione finanziaria detengono un primato negativo, collocandosi al penultimo posto (in BANCA D'ITALIA, *Rilevazione sulle iniziative di educazione finanziaria in Italia nel triennio 2012-14*, 2017 e OECD, *Results from PISA 2015 Financial literacy. Country note Italia*, Oecd, 2016, p. 1). «Circa il 20% degli studenti in Italia (rispetto al 22% in media nei paesi e nelle economie OCSE partecipanti all'indagine) non riesce a raggiungere il livello di riferimento per le competenze finanziarie (Livello 2), e non è in grado di distinguere un prodotto finanziario dall'altro». La situazione non migliore con OCSE 2020, da cui criteri valutativi (*interest, compound interest, inflation, risk diversification*) risulta che i giovani di età compresa tra i 18 e i 29 anni non sono molto evoluti in termini di educazione finanziaria né di comportamento finanziario, variabile che dipende, appunto, dall'educazione finanziaria.

In Spagna i dati migliorano impercettibilmente. Banco de Espana e CNMV hanno realizzato, in maniera congiunta, una *Encuesta de Competencias Financieras (ECF)* nella popolazione da 18 a 79 anni, valutando le conoscenze e competenza in relazione all'acquisizione di mezzi di risparmio, debito e assicurazione. In realtà, ciò che sorprende è che si è confermato che non sussiste una correlazione tra età e conoscenze finanziarie in ambito di risparmio. I giovani tra 18 e 34 anni hanno un livello di conoscenze, effettivamente, inferiore agli altri gruppi di età. Di conseguenza sono quelli che tendono maggiormente al risparmio perché più incerti sull'utilizzo fruttifero del capitale. Nella relazione PISA 2018, parteciparono 34mila alunni spagnoli. Su 20 Paesi, per educazione finanziaria, Spagna è 11esima, Italia 13esima e nona (Italia 11esima) rispetto ai Paesi OECD. Dalla lettura dei dati, inoltre, emerge una scarsa attenzione istituzionale alle informazioni finanziarie che, pare, vengano reperite in famiglia o su internet (per informazioni più dettagliate, C. OLMOS GILARRANZ e R. ESPAÑA SEIJAS, *El Banco de España y la educación financiera*, in M. CUENA CASAS e J. IBAÑEZ JIMENEZ (coord.), *Perspectiva legal y económica del fenómeno FinTech*, Madrid, 1ª ed., 2021). OECD, *PISA 2022 Financial Literacy Framework*, in *PISA 2022 Assessment and Analytical Framework*, Paris, 2023, per gli ultimi risultati.

⁸⁰⁰ Insieme al Portogallo, l'Italia ha un livello di alfabetismo finanziario tra i più bassi d'Europa. Si pensi soltanto che l'INFE (*International Network on Financial Education*), un foro internazionale creato dall'OCSE nel 2008 cui aderiscono istituzioni, pubbliche e private che hanno maturato o intendono condividere esperienze nel campo dell'educazione finanziaria) già prima del 2015 adottava, con 60 Paesi, la SNEF, “Strategia Nazionale per l'Educazione Finanziaria”. L'Italia non era tra i partecipanti (cfr. OCSE-INFE, *National Strategies For Financial Education OECD/INFE Policy Handbook*, 2015, disponibile in oecd.org/daf/fin/financial-education/national-strategies-for-financial-education-policy-handbook.htm). Il primo passo dell'ordinamento italiano è stato compiuto post 2015, con la rilevazione delle iniziative di educazione finanziaria attivate tra il 2012 ed il 2014 (F.

preoccupante, dal momento che si è alla vigilia di un passaggio generazionale che entro pochi anni vedrà transitare nelle mani di questi investitori una parte ingente del risparmio finanziario globale, proprio in una fase nella quale la ricchezza delle famiglie appare concentrata sulle attività finanziarie più che sulle attività dell'economia reale⁸⁰¹.

Le carenze conoscitive non possono che acuirsi rispetto al mercato degli investimenti sostenibili, il quale presenta delle difficoltà maggiori rispetto al tradizionale, tra cui spicca la impossibilità di garantire totalmente la riuscita “sostenibile” dell'investimento perché dipendente da elementi qualitativi di difficile misurazione. A tal proposito, OICV/IOSCO (*The board of the international organization of securities commissions*) nell'agosto 2022 ha pubblicato il *final report* dal titolo “*Retail Investor Education in the Context of Sustainable Finance Markets and Products*”, nel quale elenca tutte le condizioni che si frappongono tra lo sviluppo di detto mercato e gli investitori: i dubbi su “cosa” sia sostenibile, la mancanza di metriche che comparino i risultati, la difficoltà di discernere tra un prodotto sostenibile, uno che promuove la sostenibilità ed uno di impatto, e gli innumerevoli pregiudizi attorno a detti strumenti⁸⁰².

In tale contesto, tutti o quasi sono concordi nel ritenere che l'educazione finanziaria, quale processo attraverso il quale i risparmiatori, gli investitori e, in generale, tutti gli utenti dei servizi finanziari migliorano la propria comprensione di prodotti e nozioni finanziarie, assuma il ruolo strategico di strumento che, oltre ad accrescere il grado di consapevolezza finanziaria, può aiutare a correggere gli errori cognitivi e comportamentali, contrastare la fragilità e la vulnerabilità finanziaria che sono strettamente legate a scelte di investimento sbagliate ed a promuovere l'innovazione finanziaria e l'inclusione finanziaria. Quest'ultima è presupposto necessario della transizione sostenibile;

FRANCESCHI, A. ROMAGNOLI e F. TRACLÒ (a cura di), *Rilevazione sulle iniziative di educazione finanziaria in Italia nel triennio 2012-14*, in *bancaditalia.it*, 17 gennaio 2017). Attualmente, in Italia nell'indagine 2023, l'indicatore complessivo di alfabetizzazione finanziaria è risultato pari a 10,7 su una scala da 0 a 20, in leggero aumento rispetto al 2020 (10,2) per comportamento e atteggiamento finanziario. Calano, invece, le conoscenze (BANCA D'ITALIA, *Indagini sull'alfabetizzazione finanziaria e le competenze di finanza digitale in Italia: adulti*, in *bancaditalia.it*, 20 luglio 2023). In Spagna, invece, l'ultima rilevazione di Banco de España e CNMV del 2021, conferma che il 49% *de la población española carece de unos conocimientos financieros básicos*. Il maggiore livello si incentra nella fascia di età 45-54 anni, tra i lavoratori autonomi, i soggetti con studi universitari e di sesso maschile. Secondo il *S&P Global FinLit Survey* in genere i Paesi con maggiore PIL pro capite hanno un tasso di alfabetizzazione più alto. Tuttavia, tra i Paesi UE, mentre Spagna è esattamente nel mezzo, al 14esimo posto, Italia l'alfabetizzazione finanziaria non corrisponde al livello del PIL perché molto inferiore (C. OLMOS GILARRANZ e R. ESPAÑA SEIJAS, *El Banco de España y la educación financiera*, cit.).

⁸⁰¹ «Gen Z may be better prepared (or resigned) to handle many of the same challenges. For example, both generations have experienced a substantial increase in the costs of education, housing and personal expenses, making debt almost unavoidable»: M. NATHANSON-L. STELLJES, *Opinion: Gen Z is starting to make their own money – so pay attention to how they're spending and investing it*, in *marketwatch.com/story/gen-z*, 24 agosto 2020.

⁸⁰² OICV/IOSCO, *Retail Investor Education in the Context of Sustainable Finance Markets and Products*, Agosto 2022, in *iosco.org*, nel quale si afferma, ad esempio, che in Italia e Francia gli investitori ritengono che gli investimenti ESG comportino bassi rendimenti e alti rischi (p. 12), in Canada il 30% degli investitori ritiene che la performance sia uguale in questi che negli investimenti tradizionali, 22% che dipende ed il 7% che sia più bassa, in Germania identificano questi investimenti come ad alto rischio.

l'esclusione e la discriminazione finanziaria tolgono alle persone l'opportunità di pensare, pianificare e agire a lungo termine. Laddove si materializzano rischi che potrebbero essere evitati, coperti o socializzati attraverso il sistema finanziario, si costringe gli esclusi a pensare e ad agire a breve termine⁸⁰³, impedendo loro di fatto l'accesso a investimenti *long-term* di cui fanno parte gli investimenti sostenibili.

Della necessità di riconsiderare la centralità della stessa come rimedio *ex ante* ne sono testimoni le ultime riforme in materia finanziaria. Prima fra tutte, la già citata proposta di direttiva *omnibus* nell'ambito della “*Retail Investment Strategy*” che, rientrando proprio nell'obiettivo n. 8 dell'*Action Plan “Capital Market Union”* (CMU), “*Building retail investors' trust in capital markets*” mira precisamente ad accrescere la partecipazione, la tutela e, soprattutto, la fiducia degli investitori al dettaglio in tutte le fasi del processo di investimento ed in tutti i settori del mercato, proprio attraverso un'intera sezione (Tit. VI bis, art. 88 bis ss.) dedicata all'incentivo verso programmi innovativi di *financial literacy* che, a loro volta, permettano di acquisire la capacità di agire con consapevolezza (*financial capability*)⁸⁰⁴.

Nonostante la riforma sembri affermare il contrario⁸⁰⁵, puntare all'educazione finanziaria del cliente non significa che la tutela dello stesso possa basarsi sulla sua autoresponsabilità – visione utopistica e superata che farebbe ricadere nella costruzione pregiudizievole dell'*homo oeconomicus* –, quanto piuttosto che l'aumento della sua consapevolezza dovrebbe operare di concerto con le altre forme di

⁸⁰³ R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, D.A. ZETZSCHE, R. VEIDT, *Sustainability, Fintech and financial inclusion*, in *UNSWLRS Research Series*, 63, 2019, p. 4. 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. *Contra*, M. SIRI, S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, cit., p. 43: «la mera divulgazione di informazioni e la tradizionale educazione finanziaria sostenibile potrebbero essere inefficaci nel portare gli investitori a prendere decisioni di investimento responsabile. È richiesto, dunque, un approccio che tenga conto dei fattori distorsivi interni ed esterni, e che sappia elaborare nuovi strumenti e meccanismi basati su studi economici comportamentali – come i ben noti *nudges* (*«low-cost, choice preserving, behaviorally informed approaches to regulatory problems, including disclosure requirements, default rules, and simplification»*)».

⁸⁰⁴ “Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio”, cit. Già tempo prima il legislatore europeo ha istituito un gruppo di esperti (*Expert Group on Financial Education*) in materia di educazione finanziaria ed una Banca dati sull'educazione finanziaria (*The European Database for Financial Education - EDFE*) avente la finalità di informare tutti gli interessati sugli strumenti di istruzione attualmente in vigore negli Stati membri. In Italia, già il codice del consumo, art. 4, comma 2, recita: «Le attività destinate all'educazione dei consumatori, svolte da soggetti pubblici o privati [...] sono dirette ad esplicitare le caratteristiche di beni e servizi e a rendere chiaramente percepibili benefici e costi conseguenti alla loro scelta; prendono, inoltre, in particolare considerazione le categorie di consumatori maggiormente vulnerabili» (per tutti i riferimenti bibliografici si rinvia a R. MARINO, *La tutela dell'investitore retail, tra “spinte gentili”, strumenti di public enforcement e rimedi civilistici. Una realtà in continuo divenire*, cit., p. 108).

⁸⁰⁵ Proprio nei primi righe della relazione introduttiva, sottolinea come la Commissione punti a garantire un quadro giuridico degli investimenti al dettaglio che «responsabilizzi sufficientemente i consumatori». In tempi non sospetti, la giurisprudenza già auspicava una responsabilizzazione dell'investitore, aderendo ad un modello di *investor protection* che, pur fondato sul paradigma dei principi di trasparenza e correttezza nella regolamentazione del rapporto tra questi e l'intermediario, conservi il principio di auto responsabilità del primo (V. RENZULLI, *La rilevanza della negligenza dell'investitore tra effettività della tutela e violazione delle regole di condotta*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, p. 410 ss.).

⁸⁰⁶ “Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97 per quanto riguarda le norme dell’Unione a tutela degli investitori al dettaglio”, cit., p. 2: «Ciò non significa che i cittadini debbano diventare esperti in servizi finanziari, quanto piuttosto che debbano disporre della fiducia, delle conoscenze e delle informazioni necessarie per prendere decisioni volte a soddisfare le loro esigenze finanziarie». Totalmente contro l’educazione finanziaria, perché ritenuta una scusa per veicolare un abbassamento dell’incidenza della regolazione in favore di più responsabilità per l’utente e meno per l’intermediario: di L.E. WILLIS, *The Financial Education Fallacy*, in «*American Economic Review*», 2011, p. 429, dove sono riportati tutti i riferimenti bibliografici per ricostruire la sua «battaglia». ESMA, *Opinion Sustainable investments: Facilitating the investor journey - A holistic vision for the long term*, 24 luglio 2024, in [esma.eu](https://esma.europa.eu/press-material/press-news/esma-news/esma-news-2024-07-24-opinion-sustainable-investments-facilitating-the-investor-journey-a-holistic-vision-for-the-long-term), «underlines the importance of consumer testing – designed in accordance with behavioural science – before launching any legal proposal addressed to retail investors. Given that policy solutions should address retail investor needs, it would be prudent to carry out consumer testing to explore key elements of the solutions and ensure that they actually support retail investors in their decisions. At the same time, consumer testing should be complemented, where necessary, with industry testing to generate input from financial market participants (‘FMPs’) on the feasibility and workability of potential solutions».

⁸⁰⁸ E. RIGHINI, *Educazione finanziaria. Uno strumento per cittadini, risparmiatori e mercati*, Milano, 2020, p. 21 s.; M. COSSU, *L'educazione finanziaria della "Gen Z". Riflessioni in tempo di pandemia*, in *Scritti in onore di Vincenzo di Cataldo, I, Proprietà intellettuale e concorrenza*, Torino, 2021, p. 231, parla di importanza di investire in capitale umano che va di pari passo con l'educazione finanziaria.

⁸⁰⁹ SHROEDERS, *Global Investor Study - The rise of the sustainable investor*, 2021, in [schroders.com/en/sysglobalassets/_global-shared-blocks/gis-2020/theme2/schrodersgis_t2report_global](https://www.schroders.com/en/sysglobalassets/_global-shared-blocks/gis-2020/theme2/schrodersgis_t2report_global). In Francia, ad esempio, si è determinato che il 90% degli investitori non ha ricevuto proposte di investire in investimenti socialmente responsabili venduti da banche o intermediari.

moltiplicando le iniziative delle autorità competenti, anche in ambito scolastico, per gettare le basi delle conoscenze di un mercato che, da anni, sta conquistando terreno⁸¹⁰.

Le stesse devono andare di pari passo con l'educazione digitale⁸¹¹. Si moltiplicano, infatti, i contributi della dottrina che provano la sinergia tra educazione finanziaria, finanza sostenibile e transizione digitale. L'educazione digitale può aiutare ad elevare il livello dell'educazione finanziaria facendo sì che questa rappresenti un meccanismo di equità. La capacità di utilizzare gli strumenti della *Fintech*, grazie ad una buona conoscenza del digitale, accompagnata da un corretto livello di alfabetizzazione finanziaria, permette agli investitori, tutti, in condizione di democraticità dovuta alla facilità e al basso costo di utilizzo dei suddetti strumenti, di interagire consapevolmente con il mondo a cui hanno avuto accesso, a vantaggio dell'inclusione finanziaria⁸¹². Il beneficio potrebbe essere ancora più significativo per gli investitori che puntano a prodotti sostenibili, tanto da poter supporre l'attribuzione della qualifica di rimedio preventivo anche alla *fintech*. Dacché la digitalizzazione della finanza può fungere da supporto allo sviluppo del mercato della sostenibilità sotto vari profili: dalla raccolta e catalogazione delle informazioni sulle caratteristiche ESG di tali prodotti, alla misurazione costante e standardizzata degli impatti promessi, sino alla disintermediazione derivante dalla costituzione di piattaforme digitali dedicate alla sostenibilità che eliminano, appunto, l'intermediazione umana e con essa i suoi *bias* comportamentali, eventuali conflitti di interessi e valutazioni di adeguatezza arbitrarie.

⁸¹⁰ IOSCO, *op. cit.*, p. 19 ss., non solo riporta esempi di iniziative in Canada, Italia, Hong Kong etc., ma suggerisce alcuni strumenti operativi, come l'uso di nuovi canali comunicativi: podcast, radio, youtube etc., la divulgazione da parte dei "green influencer" e così via. Sul portale *economiapertutti.bancaditalia.it*, sono riportati i progetti educativi che Banca di Italia promuove nelle scuole secondarie per sensibilizzare ad un comportamento, anche finanziario, sostenibile. Sull'omonimo sito spagnolo del Banco de Espana, *finanzasparatodos.es*, è disponibile un documento dal titolo *La competencia financiera en el sistema educativo español*, Mayo 2024, in cui si spiega l'introduzione nei vari livelli scolastici di corsi facoltativi anche sull'educazione finanziaria sostenibile.

⁸¹¹ A. LUSARDI, O.S. MITCHELL, *The economic importance of financial literacy: theory and evidence*, in *Journal of economic literature* 52, 2014, p. 6 s. Ad un elevato livello di educazione finanziaria, infatti, generalmente corrisponde un uso appropriato di strumenti digitali.

Come, tuttavia, fa notare M. COSSU, *L'educazione finanziaria della "Gen Z". Riflessioni in tempo di pandemia*, cit., p. 237, non è vero il contrario, ovvero che una buona educazione digitale comporti una corretta educazione finanziaria. E ciò è problematico: *fintech*, *blockchain*, *DTL (distributed ledger technology)* devono essere accompagnate da una consapevolezza finanziaria. Al contrario, il fenomeno di dematerializzazione e disintermediazione finanziaria decreterebbe una spinta verso il debito e metterebbe in pericolo il risparmio pubblico. Basti solo pensare all'uso sconsiderato di *cryptovalute* non considerabili ancora come strumenti finanziari e quindi non soggetti alla disciplina. EAD., *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. dir. soc.*, 2021, p. 1261: «Educazione digitale ed educazione finanziaria non sono sinonimi e devono, dunque, essere implementate in egual misura».

⁸¹² Che il *fintech* non sia neutrale e possa avere effetti inclusivi o discriminatori a livello sociale è cosa nota. Si veda, *ex multis*, M.T. PARACAMPO, *Fintech e il mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, in *Id.*, *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017, p. 9; G. FALCONE, *Tre idee sul c.d. "fin tech"*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, p. 356 ss.

La nuova area di esplorazione ancora *in nuce*⁸¹³, chiamata *green-tech*, o, nella sua accezione più recente ed onnicomprensiva, *sustainable digital finance*, interseca la tecnologia, intesa come *distributed ledger* (DLT in particolare *blockchain*) ed *Intelligenza artificiale (AI)*, con la finanza sostenibile, al fine di superare alcuni ostacoli che impediscono alla seconda di funzionare a dovere.

In primo luogo, la combinazione di tecnologia DLT, intelligenza artificiale e *big data* permette l'emissione di *green bond* o e forme di *impact investing* a costi inferiori ed in maniera più efficiente, semplificando il processo di emissione, *reporting* e, soprattutto misurazione di *performance* ed impatto⁸¹⁴. Detto sistema permetterebbe la ricezione – da satelliti o dall'impresa stessa equipaggiata con sistemi *smart* di produzione e rilevazione – in tempo reale di dati sull'obiettivo di sostenibilità, come la produzione di energia pulita e quindi di verificare la performance e l'impatto. Le *green claim* possono essere verificate anche con il raffronto di altri dati *online* o in *database* attraverso sistemi di IA. Inoltre, si manterrebbe un registro permanente e sempre accessibile di informazioni e documenti che possono essere analizzati e rielaborati in modo da rispettare, Ciò, oltre a contenere i costi, consentirebbe di tenere sotto controllo l'operato dell'intermediario e l'adempimento delle sue promesse, quantomeno di quelle *green*⁸¹⁵ più facilmente misurabili perché legate a parametri prestabiliti⁸¹⁶.

⁸¹³ Sul *green fintech* ancora pochi si sono espressi: E. MACCHIAVELLO, M. SIRI, *Sustainable Finance and Fintech: Can Technology Contribute to Achieving Environmental Goals? A Preliminary Assessment of «Green FinTech»*, in «*European Company and Financial Law Review*», 19, 1, 2022, p. 128 ss.; M. MACCHIAVELLO, *PMI sostenibili ed accesso a fonti alternative di finanziamento: green DLT-based finance e recenti normative europee*, in *Banca impr. soc.*, 2023, p. 523 ss.; D. ZETZSCHE - L. ANKER-SØRENSEN, *Building Blocks of a Green Fintech System – Towards an Regulatory Antidote to Greenwashing*, July 14, 2022, ssrn.com/abstract=4163002; W. ARNER DOUGLAS, P. BUCKLEY ROSS, A. DIRK ZETZSCHE, R. VEIDT, *Sustainability, FinTech and Financial Inclusion*, in *Law Working Paper Series*, 2019, p. 1 ss.; O. BAYRAM, I. TALAY, M. FERIDUN, *Can Fintech Promote Sustainable Finance? Policy Lessons from the Case of Turkey*, in *Sustainability*, 2022, p. 1 ss.; A.F. MUÑOZ PÉREZ, *Blockchain, criterios ESG y objetivos ODS. Consideraciones sobre las DAOS sostenibles*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2022: «La relación entre Blockchain y la sostenibilidad, tradicionalmente presentada como un oxímoron por ser aquella una tecnología contaminante, va ganando nuevos adeptos sobre la base de considerar la eficacia de una tecnología cuyas propiedades se revelan extraordinariamente útiles para conseguir objetivos de sostenibilidad». La stessa parla della *blockchain* come *medio de control de las políticas de sostenibilidad*.

⁸¹⁴ N. LINCiano, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA, *La finanza per lo sviluppo sostenibile Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, QUADERNI CONSOB, giugno 2021, p. 87 ss.

⁸¹⁵ A.F. MUÑOZ PÉREZ, *Blockchain, criterios ESG y objetivos ODS. Consideraciones sobre las DAOS sostenibles*, cit.: «La tecnología se utiliza para contabilizar las emisiones de forma que se mitigue el riesgo de incertidumbre y pueda contrarrestarse el fraude denominado «lavado verde». La labor de «medición» y «control» está en la base del correcto funcionamiento de la política de las finanzas verdes basada en los prestamos verdes y los ligados a la sostenibilidad».

⁸¹⁶ Ad esempio, la *Svedese Green Asset Wallet: (greenassetwallet.io/)*. La *Bank for International Settlements*, in collaborazione con l'autorità monetaria di Hong Kong, ha sviluppato due prototipi di piattaforme (progetto *Genesis*) basate su DLT per l'emissione di *green bond*, accessibile anche da parte di investitori *retail* e che permettono di monitorare in tempo reale il pagamento delle cedole, l'uso dei fondi e l'impatto positivo sull'ambiente, grazie alla tecnologia DMRV «*Digital Measurement, Reporting & Verification Framework*». I programmi pilota del DMRV si basano sulla progettazione dei cosiddetti “standard intelligenti” e dei “dati aperti”. L'automazione dell'implementazione degli standard intelligenti comporta efficienze in termini di tempo e costi, oltre a promuovere l'integrità ambientale. Sostenibilità significa cose diverse per persone diverse in parti diverse

In secondo luogo, i sistemi digitali possono essi stessi essere complici del legislatore nell'orientamento degli investitori verso investimenti sostenibili, attraverso peculiari incentivi che vengono raccolti sotto il nome di “tokenizzazione”. Le imprese tecnologiche sostenibili, al fine di reperire capitali, possono ricorrere ad offerte di *token* (*Initial Tokens Offering – ITO*)⁸¹⁷, le quali possono servire o semplicemente ad incentivare comportamenti sostenibili o, a mezzo ad esempio di DAO (*Decentralized Autonomous Organization*)⁸¹⁸ o, comunque, a mezzo DLT, a finanziare direttamente e indirettamente attività, nella maggioranza, verdi. Nel primo caso, i consumatori, utenti di queste piattaforme, guadagnano *token* quando consumano prodotti la cui commercializzazione è legata alla promozione di obiettivi ESG. Vengono, dunque, premiati, per lo sforzo di apprendimento della cultura ESG con la suddetta valuta virtuale spendibile in determinate imprese *partner* partecipanti al programma. D'altro canto, gli offerenti ESG sulla piattaforma, ottengono da questa operazione un *feedback* più intenso dal rapporto con i consumatori e sono in grado di costruire investimenti *ad hoc*⁸¹⁹. Detti progetti rappresentano il perfetto connubio tra educazione finanziaria sostenibile, incentivo all'investimento sostenibile e tecnologia.

L'altra ipotesi, invece, rappresenta una modalità alternativa di raccolta di capitale, al pari di quelle elencate nel primo capitolo del lavoro. Nell'ambito di reti energetiche *peer-to-peer* (P2P) basate sulla

del mondo. Quindi, se si vuole che questi standard vengano accettati su larga scala, è necessario pensare a un sistema di “standard a strati”, con una logica di applicazione generale di come tali criteri possano essere applicati in qualsiasi parte del mondo per garantire un certo livello di uniformità, e poi costruirli sopra di volta in volta in modo modulare, al fine di adattarli alle condizioni locali.

⁸¹⁷ OECD, *Initial Coin Offerings (ICOs) for SME Financing*, 2019, in oecd.org/finance/initial-coin-offerings-for-smefinancing.htm.

⁸¹⁸ S. HASSAN, P. DE FILIPPI, *Decentralized Autonomous Organization*, in *Internet Policy Review*, vol. 10, no. 2, 2021. Complesse strutture di *smart contract* che arrivano a costituire nuove forme organizzative il cui funzionamento e governance sono basati su un codice informatico invece che sull'interazione di persone fisiche e sulla base di diritti e obblighi giuridici. «*En efecto, se denominan DAOS a las organizaciones autónomas descentralizadas (DAO) que aprovechan las cadenas de bloques, los activos digitales y las tecnologías de inteligencia artificial relacionadas, para implementar recursos, con el fin común de adoptar decisiones y coordinar actividades para el impulso de un propósito que liga a la comunidad*» (A.F. MUÑOZ PÉREZ, *Blockchain, criterios ESG y objetivos ODS. Consideraciones sobre las DAOS sostenibles*, cit.).

⁸¹⁹ Ad esempio, come riporta A.F. MUÑOZ PÉREZ, *Blockchain, criterios ESG y objetivos ODS. Consideraciones sobre las DAOS sostenibles*, cit., «*ESGDAO presenta un proyecto para establecer un Sistema de rating de empresas que preservan la cultura “sostenible” a través del diseño de un “OPEN ESG rating system”*. Se trata de un programa que parte de la educación a los consumidores para que conozcan los principios que permite preservar la cultura de los principios ESG. Con esta iniciativa se quiere responder a la creciente preocupación presente en los reguladores en US, UK y EU, sobre la táctica desleal del “greenwashing”, estrategia dirigida directamente a la confusión de los consumidores. El proyecto encaja con la tendencia creciente que preocupa a las empresas de cumplir con los objetivos de compliance ESG dirigido a atraer a los inversores institucionales que condicionan las inversiones siguiendo este criterio. Se trata de una tendencia en auge en la política de inversiones». O ancora, *Drop in the Ocean* in Svizzera e *Eco Coin* in Olanda (mydropintheoceans.org/login/loggedin/aboutmydio/about.php?p=about e ecocoin.com/). Ancora, *SolarCoin* presenta un modello più articolato: gli utenti, che abbiano previamente installato sistemi per la produzione di energia solare, ricevono 1 *SolarCoin* per ogni 1 MWh di energia prodotta e rilevata dal sistema, spendibile presso imprese partner oppure anche scambiata con moneta avente corso legale o in mercato di crypto (solarcoin.org/). Cfr. M. ANDONI et al., *Blockchain Technology in the Energy Sector: A Systematic Review of Challenges and Opportunities*, in «*Renewable and Sustainable Energy Reviews*», 2019, pp. 143-174).

tecnologia DLT, combinati con *smart contract* e tecnologie IoT (*smart meters*), ad esempio, vi sono progetti come quello della piattaforma lituana *WePower*, che consente lo scambio di energia pulita attraverso un sistema basato su *blockchain* e, allo stesso tempo, permette a chi produce energia solare o eolica di raccogliere capitali, non solo attraverso titoli di debito riservati ad investitori professionali che si fanno anche carico della relativa *due diligence*, ma proprio con la vendita di *token* a consumatori. Questi rappresentano digitalmente il diritto di ricevere l'energia pulita che verrà prodotta dalle imprese del *network* anche grazie al finanziamento ottenuto e potranno essere monetizzati attraverso la vendita ad altri utenti⁸²⁰. O ancora, le applicazioni a diversi mercati di *carbon credit* basati su DLT, con dimensioni ed ambito più o meno grandi⁸²¹.

Infine, l'innovazione tecnologica potrebbe contribuire a democraticizzare la consulenza, ampliando la platea di destinatari dei servizi e rendendo "bancabili" soggetti considerati *unbanked*, proprio grazie alla consulenza automatizzata o *robo-advisor*, ossia ad un servizio di «pianificazione e gestione del patrimonio personale attraverso una piattaforma telematica che, mediante elaborazioni algoritmiche, fornisce, o consente di fornire [...] consigli per la costruzione di un portafoglio di investimento rispondente alle caratteristiche dell'utente»⁸²². La peculiarità dell'integrazione robotica, applicata al

⁸²⁰ Per tutti i riferimenti bibliografici e altri progetti affini si rinvia a E. MACCHIAVELLO, *op. ult. cit.*, p. 531 s.

⁸²¹ *Poseidon* permette ai consumatori di verificare e compensare le emissioni collegate ad un prodotto comprato acquistando allo stesso tempo un carbon credit incorporato in un token che poi potrà essere utilizzato per donare a parchi nazionali, comunità locali, etc.. *Climatecoin*, in Svizzera, ha creato (e sta iniziando i relativi beta-test) un mercato di *carbon credits* rappresentati da *token*. La start-up *Agreena* monitora invece le pratiche rigenerative nella coltivazione del suolo degli agricoltori Europei, emettendo, verificando e facilitando la vendita su *blockchain* dei relativi certificati di carbonio (E. MACCHIAVELLO, *op. ult. cit.*, p. 532 s.). Si rinvia a L. SANNIKOVA, *ESG vs Cryptoassets: Pros and Contras*, in *Giur. comm.*, 2023, p. 156 ss., per l'utilizzo delle *cryptovalute* nel mercato ESG. «*Blockchain ha creado un Proyecto Piloto de mercados de carbono construido en una plataforma Ethereum privada desarrollada con ConsenSys con la finalidad de tokenizar estos activos y operar con ellos. A través de blockchain se quiere promocionar un mercado de valores que incentive los objetivos de las finanzas verdes. Se crea un libro de registro de la propiedad de los Créditos de Carbono. Se permite a los propietarios de créditos demostrar claramente la posesión de estos derechos accediendo al mercado, reduciendo así los riesgos de doble registro y simplificando el reporte. Esta estructura permite establecer los precios a través de la publicación de los tamaños y precios de las operaciones ejecutadas en el mercado. Son ello se promueve la inversión en proyectos a través de la demostración transparente de la demanda del mercado. Se puede proporcionar la trazabilidad completa y vinculación con la fuente del crédito. La asistencia de Registros facilita la rápida ampliación de la base de clientes. Se ocupa de la liquidación posterior a la negociación, lo que permite que todos los participantes del mercado, incluidos los intercambios y los mercados, ofrezcan servicios de valor agregado en la parte superior. Se esta forma se alinean los objetivos del TSVMCM.*».

⁸²² F. DE SANTIS, *La disintermediazione nel servizio di consulenza mifid (robo advice). Il principio della neutralità tecnologica al banco di prova per una finanza sostenibile*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, p. 141 ss.; M.T. PARACAMPO, *La consulenza finanziaria automatizzata*, in *Fintech*, cit., 129. *L'European Savings and Retail Banking Group*, response to ESA Discussion Paper automation, in *Financial Advice*, 22 giugno 2018, p. 8, sottolinea che «*AI and machine learning can increase accessibility to new segments of customers because it provides a better picture of the user's needs. For instance, the use of AI in a robo-advisor model helps to reach younger customers with simple needs, or with small accounts that want to start to invest. In addition, from a cost efficiency perspective, it allows for a reduction of operational costs once the initial developments are amortized.*». F. ZUNZUNEGUI PASTOR, *Servicios de asesoramiento automatizado (Robo Advisory Services)*, in *La Ley*, 2021, il quale elenca alcuni vantaggi: «*facilita el acceso a la contratación, simplifica la captación de información del cliente y la posterior evaluación de su perfil, abarata la remisión de las recomendaciones personalizadas y permite*

servizio di consulenza, è quella di permettere ai potenziali investitori, attraverso l'elaborazione delle informazioni da questi immesse nelle piattaforma, di ottenere consigli di investimento; ovvero di strutturare e di gestire la creazione di veri e propri portafogli personalizzati direttamente in via telematica, in linea di massima senza l'intermediazione di un consulente tradizionale, eccetto nell'ipotesi del “Robo4advisor”, nella quale l'elaboratore fornisce mero supporto all'agente umano. Detto servizio d'investimento, epurato dai *bias* comportamentali umani, assume una grande potenzialità di “indirizzamento” e, grazie all'algoritmo, potrebbe tentare un razionale (più che ragionevole) bilanciamento tra interesse patrimoniale ed interesse alla sostenibilità dell'investitore solo “leggendo ed interpretando” le preferenze anche di sostenibilità, così come da questo introdotte.

Tuttavia, poiché il compito che ci si è ripromessi impone la valutazione di rimedi, preventivi o posteriori, che possano tutelare le scelte di investimento sostenibile, non sarebbe corretto non citare, quantomeno, il “vaso di Pandora”⁸²³, ossia le questioni giuridiche di considerevole portata che potrebbero sorgere affiliando i due settori: finanza sostenibile e tecnologia.

Prima e annosa questione riguarderebbe il trattamento dei dati, e la loro qualità, specialmente se recuperati da *social*, internet o altre fonti non verificabili, che vengono raccolti nelle *blockchain* e utilizzati e/o archiviati in queste piattaforme della sostenibilità per rendere più accessibili a tutti *performance* e risultati dell'investimento⁸²⁴. Risultati, inoltre, la cui allettante promessa di controllo ed aggiornamento costante da parte della *green fintech*, senza dubbio utilissimi nelle attività verdi, perché calcolabili attraverso criteri matematici dal computer, si dissolve in fumo innanzi ad uno strumento di impatto sociale, il cui esito, oltre che incerto, presume un “calcolo” arbitrario e, si ritiene, esclusivamente umano.

ofrecer carteras modelo y asignar activos a bajo coste. Amplía los servicios del asesoramiento tradicional y cambia el modo de prestarlo. El medio digital permite ofrecer el servicio adicional de canalizar de forma automática las órdenes de los clientes hacia las entidades encargadas de su ejecución en el mercado a través de los denominados Smart Contracts, en operaciones que pueden ser apalancadas con garantías (collaterals) autoejecutables. Las nuevas tecnologías también facilitan el seguimiento de las inversiones para poder avisar del eventual desajuste entre la cartera del cliente y su perfil, emitiendo en su caso nuevas recomendaciones orientadas a reestructurar su cartera para ajustarla a su perfil. Estas recomendaciones de reestructuración de la cartera también pueden generarse de forma automatizada, así como las llamadas al margen (margin calls) ante la insuficiencia de garantías en las operaciones apalancadas. Junto a estos servicios se pueden añadir otros como la asesoría fiscal». È un servizio inclusivo, poco costoso e non dipende il suo accesso dal volume del portafoglio.

⁸²³ E. MACCHIAVELLO, *op.ult.cit.*, p. 537.

⁸²⁴ In Europa si sta tentando di intervenire in merito, per migliorare la qualità dei dati ESG, attraverso database di interesse pubblico e dati rilevanti, a libero accesso come il progetto di istituire un *European Single Access Point* (ESAP) con dati finanziari e non finanziari delle società in formato elettronico, il livello di verifica dei quali, però, è rimessa alla normativa settoriale e specifica (*Proposal for a Regulation [...] establishing a European single access point providing centralised access to publicly available information of relevance to financial services, capital markets and sustainability* COM/2021/723 final).

I testi normativi adottati nell'ambito della finanza sostenibile come il reg. SFDR, pur richiedendo alle imprese emittenti la *disclosure* sui rischi (e non risultati, solo rischi) ESG⁸²⁵ anche ove collegati all'impiego di tecnologie e algoritmi, non impongono specifici doveri di trasparenza sul funzionamento del sistema di intelligenza artificiale. Inoltre, l'uso di algoritmi nelle valutazioni connesse a servizi finanziari e di investimento, nonché di consulenza, se riduce l'errore e la mala fede umana, permettendo l'accesso democratico a chiunque sappia utilizzare internet, si scontra con la totale assenza di trasparenza nella costruzione dell'algoritmo che impedisce di notare l'eventuale presenza di errori o aspetti discriminatori nei dati o nel processo, con la conseguenza che i risultati potrebbero essere ma sono inevitabilmente scarsamente contestabili⁸²⁶. Senza tenere conto delle problematiche di *cybersecurity* della piattaforma informatica messa a disposizione dell'utente. Strutture societarie molto esili, o semplicemente prive di un sistema di *disaster recovery* adeguato, potrebbero porre a serio rischio tanto le informazioni e i dati sensibili del cliente, quanto la funzionalità e la fruibilità del servizio.

I problemi, inoltre, si porrebbero anche in tema di qualificazione giuridica degli operatori e degli strumenti e, di conseguenza, di responsabilità. Superato il problema della responsabilità dell'intermediario produttore o distributore umano, bypassata la questione del conflitto di interessi e dei doveri di diligenza, del mandato o dell'ufficio di diritto privato, si ripropongono tutti gli interrogativi legati alle irrisolte le questioni connesse all'impiego di *smart contract* e delle informazioni registrate sulla *blockchain*, che sono, allo stato attuale, ancora oggetto di acceso dibattito; non solo qualificati giuridicamente i *token* (che non sono strumenti finanziari), non si è potuto rispondere ancora all'interrogativo se le DAO siano o meno considerabili quali forme di investimento collettivo, né su chi ricadrebbe la responsabilità per i danni causati dalle piattaforme di *green fintech*: fondatori/promotori della piattaforma, i *core developer* e *miner* della infrastruttura *blockchain*. Di conseguenza, le relazioni

⁸²⁵ Sul lato investimenti, invece, la MiFID II (art. 16(5)), il regolamento delegato (UE) 565/2017 (art. 54(1)) e le ESMA *Guidelines on suitability requirements* richiedono adeguati sistemi di gestione dei rischi e controlli sul funzionamento dei sistemi di IA impiegati, insieme ad obblighi di trasparenza con gli investitori su dati impiegati e monitoraggio degli stessi. Tali disposizioni valgono, per la valutazione del merito creditizio e per la valutazione di aspetti economico-finanziari nell'ambito di processi di investimento, non per le valutazioni ESG. È pur vero che detta valutazione condiziona il finanziamento/investimento (supra, §1) e le recenti modifiche al reg. delegato (UE) 565/2017 equiparano la valutazione delle preferenze dell'investitore e di adeguatezza dell'investimento in termini economico-finanziari con quella delle preferenze ESG.

⁸²⁶ Come afferma M. COSSU, *op. ult. cit.*, p. 1260 s., vi sono rischi legati alle dinamiche cognitive (come gli errori di programmazione dovuti a una scorretta o insufficiente profilatura del cliente, o al fatto che la profilatura è avvenuta mediante un software di calcolo che ricostruisce anche il profilo di rischio del cliente) o all'insorgere di eventi o comportamenti anomali nel mercato, di fronte ai quali il trader umano si fermerebbe e che il trader automatizzato non riesce, viceversa, a riscontrare. *Ex multis*, sulla stessa linea R. LENER, *La "digitalizzazione" della consulenza finanziaria. Appunti sul c.d. robo-advice*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, p. 201 ss., segnatamente con riferimento alle difficoltà che l'applicazione corretta della *know your customer rule* può incontrare quando la consulenza è automatizzata e manca, dunque, l'interazione umana diretta. Ad esempio, come le informazioni raccolte vengano "autonomamente" valutate per indirizzare il cliente verso un prodotto o un altro. L'A. si chiede se non si debbano questionare le metodologie stesse con cui si costruiscono queste raccomandazioni, valutazione tecnicamente non agevole che rischierebbe di scontrarsi con metodologie protette da diritti di privativa e spesso sviluppate da *software house* terze per conto di *robo-advisors*.

contrattuali tra partecipanti rimarrebbero avvolte in una nube di incertezza giuridica in merito alla validità, effetti giuridici e interpretazione degli *smart contract* e la loro interazione con i contratti esterni alla rete.

In termini di inclusione finanziaria, se da un lato le nuove tecnologie guadagnano punti per costi ridotti e velocità di transazione, dall'altro proprio la disinvoltura che tali caratteristiche comportano, elevano il rischio che le nuove generazioni, native digitali ma non finanziarie, incorrano in nuovi pericoli finanziari, quali lo sperpero facile del denaro e le truffe online.

In sintesi, quello che è stato definito “rimedio preventivo” sembra, allo stato attuale, semplicemente sostituire le incertezze giuridiche fino ad ora trattate con altre, ulteriori e altrettanto spinose. Ciò fermo restando le potenzialità intrinseche nello stesso che non vanno oscurate bensì implementate.

Resta inopinabile il rilievo dell'educazione finanziaria accompagnata da una corretta educazione al digitale, entrambe dimensioni ineliminabili della quotidiana esistenza.

CONCLUSIONES

Como resultado del razonamiento realizado hasta ahora, puede concluirse que:

I. El mercado de las finanzas sostenibles es un contenedor opaco de instrumentos financieros ESG de nueva generación, que promueven características medioambientales y/o sociales o persiguen objetivos de impacto social y medioambiental. Las inversiones en instrumentos de este tipo son inversiones a largo plazo (el llamado capital paciente), que intentan combinar el objetivo tradicional de rentabilidad económica con objetivos de interés social y medioambiental. En la transacción económica entran factores cualitativos, ausentes en las inversiones tradicionales, cuya medición se convierte en fundamental para evaluar el éxito de la actividad inversora. De hecho, sobre todo en los instrumentos de *payment by result*, el rendimiento económico depende exclusivamente de la consecución del objetivo *green* o *social* preestablecido. El obligado equilibrio entre beneficio y sostenibilidad exige, por tanto, un cambio de paradigma en los principios y valores que animan las finanzas, que dejen de estar anclados en lógicas meramente aritméticas de cálculo de beneficio. La construcción del marco normativo, por tanto, también debe ser funcional a la persecución de los intereses no pecuniarios que animan este tipo de inversiones, así como a la protección del ahorrador (y del ahorro, tutelado *ex art. 47 cost.*) que compromete su capital, confiando legítimamente en los resultados, incluso no económicos, prometidos.

II. En consecuencia, se considera poco eficaz la técnica de redacción elegida por el legislador europeo para regular el mercado de las finanzas sostenibles. De hecho, en la actualidad, la “transición” hacia un sistema financiero cualitativamente sostenible se aborda mediante: 1. la promulgación de numerosos reglamentos generales y detallados, seguidos de adaptaciones nacionales, que introducen múltiples y meticulosas obligaciones de *disclosure* para los operadores financieros; 2. la inserción, es decir, la adición de términos de nueva acuñación como “sostenibilidad”, “factores ESG”, “riesgo de sostenibilidad”, etc., en el cuerpo de normativas preexistentes (como, por ejemplo, la Directiva MIFID), pensadas para un tipo diferente de finanzas. Los elementos cualitativos, así como los intereses de sostenibilidad, que distinguen a las inversiones sostenibles, son tratados por el legislador europeo como una característica más del instrumento, recesiva y eventual frente a las características clásicas, sin tener en cuenta la perturbación que provoca en la estructura y resultados de la operación económica. Sustancialmente, por tanto, el legislador europeo recicla el modelo neoliberal de protección del inversor, que generó la catastrófica crisis de los préstamos *subprime* y los derivados tóxicos, con operaciones de contenido opaco, taxonomías incompletas y contestables, y deberes de información aluvionales. Esto es peligroso porque podría generar la creencia de que el verdadero propósito del apoyo público al mercado de las finanzas sostenibles sea la extracción de enormes capitales privados de sectores, del medio ambiente y del *welfare*, raramente tocados por la lógica especulativa de las finanzas tradicionales. En

resumen, que más que hacer sostenibles las finanzas, el verdadero objetivo sea lograr la sostenibilidad del propio sistema financiero.

III. La política regulatoria propugnada por el legislador debe replantearse, sin embargo, también a la luz de la diferente reconstrucción de la figura del ahorrador/inversor y de su relación con el intermediario financiero. El contexto socioeconómico en el que éste se mueve, y los recientes estudios de economía del comportamiento (*behavioural economics*), revelan una figura muy alejada del *homo oeconomicus* que inspiró la primera generación de modelos de información y que aún justificaría la construcción de una estricta *policy* de *disclosure*.

En primer lugar, se pasa de una sociedad del ahorro, en la que el particular puede reservar el capital que ha ganado (según la lógica así dicha “del colchón”), a una sociedad del endeudamiento, en la que el acceso incluso a los bienes de consumo se filtra muy a menudo a través de la demanda de financiación. El dinero no puede permanecer inmovilizado en depósitos sin intereses, sometidos a la lógica inflacionista, sino que debe circular. Cada vez son más frecuentes, por tanto, y necesarias, las inversiones de este capital también en instrumentos de carácter especulativo. La protección del “ex” ahorro, garantizada constitucionalmente por el art. 47 cost., pasa, por tanto, por la construcción de un sistema de protección del “ex” ahorrador, convertido ahora en inversor “*ob torto collo*”. Con la calificación de “inversor” se entiende un particular que invierte su dinero, celebrando contratos de inversión con un intermediario financiero, frente al cual se encuentra en una posición de subordinación fisiológica, tanto informativa como de poder, como de negociación. El inversor, por tanto, es una parte contratante débil, poco importa que sea un cliente *retail* o un consumidor o un pequeño profesional, que, encontrándose en condiciones de insuperable y fisiológica asimetría negociadora frente al intermediario, en un mercado cuyos productos se caracterizan por altos niveles de complejidad y tecnicidad, se apoya en este último para lograr su “*best interest*”. Una vez desveladas, gracias a la *behavioural economics*, las debilidades e irracionalidades (*bias*) del comportamiento y la toma de decisiones del individuo, el inversor ya no es el sujeto racional que, dada una enorme cantidad de información, conoce, comprende y toma decisiones que maximizan su propio bienestar y, por tanto, su propio beneficio. Se convierte, por el contrario, en un sujeto que, en ausencia de una condición perfecta de intercambio y víctima de sus propios fallos cognitivos, realiza también elecciones irracionales como, por ejemplo, optar por inversiones que, al interés puramente egoísta de la teoría neoclásica de maximización del rendimiento, flanquean los resultados medioambientales y sociales, que implican además incertidumbre en el *an* y el *quandum* del beneficio.

Las políticas de *disclosure* no se abandonan, dado el protagonismo de la información no financiera en el contexto del mercado, pero deben apoyarse en la construcción de una relación de confianza entre

el intermediario y el cliente; este último necesita una orientación profesional que le oriente hacia decisiones que satisfagan todas sus necesidades e intereses, patrimoniales y de otro tipo.

La información fría, en la que se deja que el inversor discierna por sí mismo la información pertinente, se contrapone a las políticas de “*nudge*” que “empujan educadamente” a este último hacia los instrumentos y servicios adecuados. Hay que partir de la base de que lo racional no es sólo la búsqueda del beneficio. Racional es también la proyección, en un horizonte temporal largo, de los efectos de las propias elecciones, teniendo en cuenta también su impacto sobre terceros, en el presente, y sobre las generaciones futuras. Dadas estas premisas, la inversión sostenible puede convertirse en expresión de la idea de un sujeto que, antes que inversor, es persona. La persona es una pluralidad de necesidades, intereses, exigencias, deseos y motivaciones. Es consciente de que también existe el otro de uno mismo, y que ello implica la existencia de deberes de solidaridad (amparados por el art.2 cost.) que hacen racional incluso el interés meramente altruista.

IV. Para comprender la compleja naturaleza del interés subyacente a la transacción financiera sostenible, es necesario recordar que, tras la recalibración del ordenamiento jurídico a favor de la centralidad de la persona y de sus necesidades, gracias a la labor de “despatrimonialización” del derecho civil, las instituciones jurídicas patrimoniales, como la obligación, el contrato, la empresa, la propiedad, deben ser reinterpretadas en clave existencial, a la luz de los valores constitucionales de solidaridad e igualdad. El mercado se convierte en un instrumento al servicio de la persona. En este contexto, la introducción de factores cualitativos de sostenibilidad en las situaciones patrimoniales tradicionales conlleva la necesidad de concebir la patrimonialidad como “espuria”, implicada por el ecologismo y la solidaridad social, es decir, compatible con estos nuevos valores. De ello se desprende que el interés no pecuniario del acreedor también puede calificarse de interés ecológico o social y que corresponde a una patrimonialidad de la prestación con carácter “metaeconómico”.

V. La mezcla de “hacer bien” y “hacer del bien” de las finanzas sostenibles representa uno de los ejemplos más avanzados del fenómeno de la llamada “despatrimonialización” del Derecho civil, porque se sitúa en esa zona gris de “punto de contacto” entre las situaciones jurídicas subjetivas existenciales no patrimoniales, es decir, pertenecientes al ser, y las situaciones jurídicas subjetivas patrimoniales, pertenecientes al tener. Es una manifestación del difícil equilibrio entre valores patrimoniales y no patrimoniales, entre el interés lucrativo (egoísta) y el interés social-solidario (comunitario), en el que la dinámica del mercado intenta asumir las necesidades ambientales y sociales. El beneficio humano egoísta de la teoría neoclásica no desaparece, sino que se canaliza en beneficio del derecho solidario. El inversor en inversiones sostenibles es depositario de un interés único, cualitativamente complejo y parcialmente inédito, que penetra en la construcción de la transacción, entre los elementos tradicionales

del negocio jurídico. El interés en el rendimiento económico, típico de las transacciones de inversión, está flanqueado por el interés no patrimonial en la promoción de actividades sostenibles y/o la consecución de objetivos de impacto social y medioambiental. La inclinación del inversor hacia la sostenibilidad debe ser interceptada y reconocida por el intermediario financiero a través de la recogida de las preferencias de sostenibilidad del primero durante la fase de perfilado del cliente, y debe reflejarse en las opciones finales de inversión.

VI. El peculiar contenido de la situación jurídica subjetiva del inversor, que opta por instrumentos de financiación sostenible, exige un replanteamiento de toda la estructura de la relación jurídica de inversión, desde su fase precontractual hasta su eventual fase patológica. La integración de los factores ESG en las opciones de inversión postula, evidentemente, un replanteamiento radical de los constructos y técnicas con los que habitualmente se informa a los clientes, se evalúa la adecuación o idoneidad del producto financiero y se gestionan los posibles conflictos de intereses.

En primer lugar, la información, tanto activa (del intermediario al cliente) como pasiva (del cliente al intermediario) sigue siendo un pilar en la relación intermediario-cliente, que recorre todo el contrato, desde la publicidad, pasando por las negociaciones, hasta la fase de ejecución. Cambia, sin embargo, de piel. La nueva percepción del inversor, menos superhombre racional y más ser humano, transforma la información de “neutra” o “laica” en una herramienta, en manos del intermediario, para canalizar el capital privado hacia inversiones sostenibles que apoyen proyectos reales de política económica. De ser meros recopiladores imparciales de datos, las obligaciones de información adquieren una función de orientación de las inversiones. En esta perspectiva, se vuelve esencial la labor del intermediario financiero, que utiliza la información para perfilar al cliente y, al mismo tiempo, orientarlo hacia los instrumentos que más le convienen. En efecto, aunque no se pueda prescindir de la información, la base del mercado de las finanzas sostenibles sigue siendo la confianza en la relación intermediario-cliente, la confianza de este último en las directrices del primero. Si la información orienta, el intermediario explica. Elabora críticamente la información en función del interés específico del cliente y le induce a otorgar un “consentimiento asistido”.

Por lo tanto, la fase de verificación de las preferencias del cliente también cambia. Además de la evaluación de la sostenibilidad financiera de la inversión para el inversor (es decir, si se ajusta a su perfil de riesgo, rentabilidad, etc.), se añade la evaluación de la sostenibilidad de la inversión. La *suitability rule* también debe confrontarse con la evaluación de las propensiones a la sostenibilidad del cliente, mediante la introducción del requisito de las preferencias de sostenibilidad. El intermediario debe respetar el porcentaje de sostenibilidad elegido por el cliente y debe recomendar y declarar como idóneos instrumentos financieros que respeten ambos perfiles, de rentabilidad económica y de objetivos socioambientales. A menos que el cliente se declare “neutral” con respecto a los productos ESG, el

intermediario no podrá ignorar su interés por la sostenibilidad, considerándolo secundario frente al interés financiero de obtener provecho.

Es cierto, sin embargo, que la yuxtaposición de objetivos no financieros con los financieros, introduciendo consideraciones ESG en la fase de asesoramiento y gestión de la cartera, sumada a la discrecionalidad de que goza el intermediario en la lectura e interpretación del resultado, puede ser un pretexto para nuevas prácticas de venta abusiva. La problemática jerarquía entre el interés por el provecho y el interés por la consecución de objetivos sostenibles también se cuele, por tanto, en el “problema de los problemas”: el conflicto de intereses, en el que, al conflicto del que es portavoz el inversor, en el que coexisten el interés propio y el interés socioambiental, se une un tercero, es decir, el intermediario, que ya en las finanzas tradicionales presenta un interés fisiológicamente en conflicto con el de su cliente. Por lo tanto, en el mercado de las finanzas sostenibles, el conflicto de intereses pasa de ser una ecuación de dos factores a ser una ecuación de tres factores, en la que el acto de equilibrio ya no es entre el beneficio del intermediario y el del cliente, sino entre el beneficio del primero y la gestión del interés compuesto, patrimonial y no patrimonial, del segundo. De ahí que existan hipótesis en las que la “traición” a las preferencias de sostenibilidad por parte del intermediario se produzca de forma malintencionada, con el fin de obtener mayores *benefits* para sí mismo, aventajado por la disciplina europea que parece situar los objetivos de sostenibilidad en un segundo plano frente a los financieros.

VII. Contrariamente a lo que implica la legislación europea en la materia (en particular, el Considerando n. 5, MIFID II), no estamos de acuerdo con el uso de la denominada “evaluación por bloques y secuencias” como método para resolver el posible conflicto entre los intereses patrimoniales y los de la sostenibilidad.

El legislador europeo parece, de hecho, fomentar una jerarquización de ambos perfiles, separando claramente la tradicional evaluación de idoneidad (de los objetivos de inversión, horizonte temporal y circunstancias individuales del inversor) de la evaluación de las posibles preferencias de sostenibilidad del cliente, que se consideran de importancia secundaria y, de hecho, sólo se tienen en cuenta si los instrumentos financieros recomendados superan el escrutinio de la primera de las dos evaluaciones. En resumen, en caso de conflicto entre los dos planes de inversión, siempre prevalecería el perfil financiero de rentabilidad económica, verdadero guardián del “*best interest*” del cliente. En cambio, el perfil de sostenibilidad sería recesivo y marginalmente relevante.

La solución no puede encontrar una acogida. El interés del inversor es único y compuesto; sus componentes no pueden priorizarse. El “peso” específico del interés no patrimonial debe calibrarse en función del tipo individual de producto, dependiendo de si se limita a promover actividades sostenibles o tiene un impacto concreto. Si el interés en la relación obligatoria puede asumir, por explícita definición codicista, también una naturaleza no patrimonial, una vez que el inversor es favorable a la realización

de inversiones sostenibles, el interés de este último, entendido como la razón para actuar, el fundamento de la situación subjetiva, se ve coloreado por otros elementos no patrimoniales, de naturaleza ética, social o medioambiental, que no pueden ignorarse a la hora de evaluar la licitud y la *meritevolezza* de la transacción financiera. Un requisito previo, por tanto, es la imposibilidad de relegar la sostenibilidad a lo jurídicamente irrelevante, degradándola a un “adorno accesorio” o, a lo sumo, a un “matiz”.

VIII. Sin embargo, la calificación del interés por la sostenibilidad con respecto a las categorías tradicionales del Derecho civil es problemática. La inserción “forzada” del mismo por una normativa aún en *in fieri*, en un mercado de por sí caracterizado por un alto nivel de tecnicismo y por sus propios valores calificativos, sólo permite formular algunas propuestas, cuya corrección puede ser objeto de revisión a la luz de la evolución posterior.

En el caso de los instrumentos de impacto, *green* y *social impact bonds*, la “cláusula” de sostenibilidad de los instrumentos es una cláusula de finalidad, insertada por el intermediario emisor en un bono común con el que asume voluntariamente la obligación de destinar el producto de la inversión a un objetivo determinado, inclinando las sumas hacia una dirección teleológica preestablecida. El “motivo” *green* o *social* de la emisión, por tanto, una vez puesto en conocimiento del público a través de las “declaraciones de intenciones” (contenidas en el denominado “folleto” o “reglamento de emisión”) es absorbido por el interés del inversor comprador en sus preferencias de sostenibilidad, convirtiéndose en la causa justificativa de la inversión de capital. El objetivo sostenible, por tanto, se compenetra en la causa del contrato, o se convierte en su objeto, matizando el perfil funcional del instrumento financiero ya en la fase genética. Por el contrario, la mera promoción de actividades sostenibles resulta tener un contenido tan genérico que puede considerarse, en este caso concreto, una característica secundaria de la transacción.

IX. Al reconstruir las preferencias de sostenibilidad desde el punto de vista de la relación jurídica a la que dan lugar, entre cliente e intermediario financiero, puede concluirse que: el art. 21 del t.u.f., releído a la luz del principio de sostenibilidad, obliga al intermediario a perseguir el interés del cliente en toda su complejidad, incluyendo por tanto también el interés no patrimonial en la sostenibilidad. El compromiso con la sostenibilidad, que caracteriza a los instrumentos financieros en cuestión, genera expectativas razonables por parte del inversor. La calificación de la situación subjetiva de este último como expectativa de derecho o derecho subjetivo es, sin embargo, incierta porque está correlacionada con otra serie de factores. Podría hablarse de verdadera expectativa jurídica, por ejemplo, en referencia a la condición generada para el inversor respecto de las declaraciones de sostenibilidad del producto emitidas por el intermediario emisor. En cuanto al intermediario distribuidor, por su parte, las recriminaciones sobre si la operación realizada responde o no a las preferencias de sostenibilidad deben

tener en cuenta la discrecionalidad que el conserva en cuanto a la forma de perseguir el objetivo sostenible. Ahora bien, sin perjuicio de que la obligación del intermediario es, y sigue siendo, de medios y no de resultado, el cumplimiento de las preferencias explícitas de sostenibilidad debe ser considerado como un parámetro valorativo de la conducta del mismo, que debe reconocer el derecho del cliente a la información continua y al control de su propia actuación, y ello con independencia de su calificación como mandatario o “oficio de derecho privado”. En definitiva, si la persecución del interés del cliente es la función primordial que guía todo el trabajo del intermediario, y el interés del cliente es de naturaleza “ambivalente”, patrimonial y no patrimonial, debe asumirse que la actuación del intermediario debe ser también “espuria”, es decir, orientada a la búsqueda de la mejor inversión, entendida como el correcto equilibrio entre la rentabilidad financiera y los objetivos de sostenibilidad elegidos.

X. A la luz de lo dicho hasta ahora, el interés del inversor es único, compuesto y, además, ordinal, es decir, parcialmente indisponible. Los objetivos de sostenibilidad perseguidos, en efecto, no sólo afectan a la esfera de la relación individual descendente entre intermediario y cliente, sino que son de naturaleza metaindividual, en el sentido de que los resultados ambientales y sociales beneficiarían tanto a la comunidad, entendida en sentido genérico, como sociedad que persigue la protección del medio ambiente y el desarrollo sostenible, como de un *target* específico de terceros, identificados desde arriba en la fase de diseño de los proyectos *welfare* en los que se invierte (como en los *social impact bond*), a los que se dirige directamente el servicio financiado y para los que se genera una expectativa legítima de poder beneficiarse del mismo. La estabilidad e integridad del mercado, por tanto, pasan también por la preservación de los proyectos de economía real en la base de instrumentos financieros sostenibles apoyados en un ordenamiento jurídico europeo y nacional que promueva la acción subsidiaria de los particulares para llenar los espacios de *welfare* desgarnecidos por el retraso de la acción pública. De ello se desprende que, en la relación descendente, el intermediario, especialmente si se reconstruye como “oficio de derecho privado”, debe considerar y proteger la naturaleza compleja de este interés.

XI. En una posible fase patológica de conflicto entre el cliente insatisfecho y el intermediario financiero, responsable de no haber realizado las expectativas de sostenibilidad prometidas al primero, debe ofrecerse una respuesta correctora (“*remediale*”) eficaz y adecuada. Cuando el producto seleccionado genera una rentabilidad económica satisfactoria para el inversor, pero, por el contrario, el activo financiado desatiende sus expectativas en cuanto a la mejora del “índice de sostenibilidad”, no estamos ante una mera desilusión relegada a la esfera emocional del inversor, sino ante una vulneración real de un interés propio, jurídicamente apreciable y merecedor (“*meritevole*”) de protección.

XII. No existe un único “remedio justo”. Las finanzas sostenibles no son una noche hegeliana en la que todas las vacas son negras. Esto significa que detrás de un único fenómeno se esconde una pluralidad de constructos que también deben diferenciarse en su respuesta protectora, dependiendo de la naturaleza del interés en juego, de la naturaleza del servicio del intermediario y del producto vendido, y de los sujetos implicados en la relación. Por tanto, depende - si el instrumento se limita a promover la sostenibilidad o persigue un impacto específico; - si el intermediario es un emisor o un distribuidor; - si el intermediario ofrece servicios de asesoramiento y gestión de carteras, con un alto grado de discrecionalidad, o si se limita a recibir órdenes; - si el inversor es la parte contratante más débil, una persona física, si es un consumidor al que puede aplicarse la disciplina de las prácticas comerciales desleales, si es una empresa social/entidad filantrópica/fundación, vinculada al fin ideal/de interés general recogido en los estatutos.

También depende de la fase, genética o ejecutiva, de la relación jurídica en la que se produce el daño. Si el perjuicio se produjo por el incumplimiento de las obligaciones de información, publicidad, de “folleto informativo”, que afectan a todos los potenciales inversores-consumidores, justificando eventualmente tutelas de carácter colectivo (*class action* y acciones inhibitorias por publicidad engañosa). Si, por el contrario, el incumplimiento de las mismas, precontractual o contractual, se produjo en la relación individual descendente (cliente individual-intermediario). Si la información se considera -como en el caso de los instrumentos financieros de *payment by result*, en los que el interés del inversor está en el resultado-, un elemento constitutivo de la operación, cuya ausencia o deficiencia transforma toda la transacción en una caja impenetrable y opaca en su contenido, justificando así la nulidad por indeterminación del objeto. O también, si el daño fue causado por una evaluación inexacta de la idoneidad, si puede reconocerse dolo en la conducta del intermediario que generó las prácticas de *misselling*, si el objetivo de sostenibilidad perseguido era de hecho *ab origine* imposible de alcanzar o la imposibilidad ha surgido. Para cada uno de estos supuestos, la respuesta puede oscilar entre la nulidad total de la operación económica, la anulabilidad por vicios del consentimiento (favorecida por las sentencias de los Tribunales españoles) o la mera indemnización de daños y perjuicios y, si el daño se ha producido en fase de ejecución, la posible solicitud de resolución del contrato.

XIII. En particular, el razonamiento realizado hasta ahora permite sostener que el desajuste de la inversión con respecto a las preferencias de sostenibilidad expresadas por el cliente determina la responsabilidad del intermediario, según los casos, precontractual o por incumplimiento de contrato por lesión de un interés no patrimonial. Cuando se lesiona el interés no patrimonial, se materializa en un quebrantamiento de la confianza que el inversor depositó en el intermediario en el sentido de que su capital se destinaría a determinados fines. El análisis del caso, sin embargo, lleva a la conclusión de que, además de las cuestiones críticas que el remedio implica a nivel procesal, sólo en casos limitados la

indemnización por daños no patrimoniales podría ser una solución eficaz y adecuada. En el resto de las hipótesis, por el contrario, correría el riesgo de ser una fuente de *overcompensation* para el inversor que, aun habiendo satisfecho ya su interés patrimonial con el beneficio obtenido de la inversión, se vería legitimado para reclamar una suma de dinero, enriqueciéndose sobre un daño causado a él, pero con repercusiones supraindividuales.

Por lo tanto, tomando ejemplo de la “*split recovery rule*” de los Países de *Common Law*, se sugiere una solución alternativa a la indemnización por daños y perjuicios equivalente, es decir, la indemnización por daños y perjuicios de forma específica (en natura), consistente en desviar la suma debida en concepto de indemnización por el intermediario a fondos de inversión sostenibles o a proyectos sostenibles que, en cualquier caso, estén alineados con las preferencias de sostenibilidad profesadas e incumplidas por el cliente. No obstante, se ha llegado a la conclusión de que incluso esta solución es eficaz siempre que el interés “sostenible” del cliente sea flexible, relativamente genérico y no orientado específicamente; es decir, que el cliente esté interesado en participar en la realización de objetivos sostenibles, permaneciendo indiferente en cuanto a la apariencia de estos objetivos.

XIV. Se considera, sin embargo, que la verdadera cuestión que debe plantearse, a la hora de valorar la conveniencia de preservar la defectuosa operación económica subyacente a la inversión, es si ésta cumple el requisito de *meritevolezza*, es decir, si ha sido construida conforme a los principios y valores del ordenamiento jurídico. En efecto, para que una inversión sostenible lo sea, no basta con que el objetivo social o medioambiental sea posible, lícito y alcanzable, o que la relación jurídica tenga una causa y un objeto identificables, sino que, además, debe ser meritorio (“*meritevole*”), en el sentido de que no sólo no debe ser fútil, sino que, en concreto, debe asumir un valor a la luz de la matriz personalista y solidaria del ordenamiento jurídico; debe, por tanto, reportar un beneficio concreto en términos de sostenibilidad. A veces, por el contrario (y los ejemplos ya citados lo confirman), uno se encuentra con inversiones sostenibles, intachables desde el punto de vista de la licitud, porque cumplen normas imperativas o principios de orden público, pero carentes de justificación en el plano de la *meritevolezza*, debido a la subrepticia obliteración de la finalidad social perseguida. En tales casos, la presencia del interés no patrimonial que justifica la construcción del instrumento requiere una verificación no sólo en términos de proporcionalidad y equilibrio patrimonial, sino también de razonabilidad, entendida como correctivo de la mera patrimonialidad y racionalidad económica. Partiendo de la identificación concreta de los intereses en juego, es necesario examinar la idoneidad de la opción negocial para alcanzar el resultado social deseado. Una vez constatado que la transacción carece de tal idoneidad, el remedio normalmente previsto consiste en la nulidad de la relación jurídica. Sin embargo, si bien esta solución podría efectivamente encontrar justificación en determinados casos de *impact bond*, en los que no es razonable ni meritorio (“*meritevole*”) mantener una transacción “insostenible”, el razonamiento

parecería demasiado precipitado en el caso de que el objetivo social consista en prestar a terceros beneficiarios un determinado servicio y la prestación ya haya comenzado. En este caso, en efecto, una nulidad absoluta sería desproporcionada en relación con el perjuicio que la eliminación con efecto domino de todas las relaciones conexas causa al beneficiario -que, por ejemplo, podría tener dificultades para encontrar un servicio conforme- y, por tanto, cualitativamente contraria a su interés. En tales casos, por tanto, alejando cualquier forma de automatismo reparador, se argumenta la eficacia de una intervención selectiva de “ortopedia judicial”. Dicha intervención debería tener por objeto la corrección de la regulación negocial para conjugar la justicia contractual con las necesidades ambientales y sociales que de ella deben derivarse, así como con la protección de los intereses de terceros beneficiarios, permitiendo, por ejemplo, la recalibración de las metodologías de construcción de los grupos *target* de destinatarios, conformándolas positivamente en función de la razonabilidad y la no discriminación. O también, identificando métricas y parámetros de evaluación que respondan concretamente a los requisitos de los resultados esperados.

XV. La protección propiamente dicha tampoco adopta una única forma. Junto a los instrumentos *private enforcement*, que actúan *ex post*, para limitar o reducir el daño ya causado, existen también intervenciones *public enforcement* por parte de las Autoridades Independientes que regulan los mercados, que operan tanto *ex ante* como *ex post*. La actividad de control e intervención se distribuye en varios niveles, y abarca tanto la fase fisiológica, de construcción de productos y supervisión del trabajo de los intermediarios/auditores externos/agencias de *rating*, como la fase patológica, a través de instrumentos sancionadores omnipresentes. Su labor es esencial para: 1. impedir, con acciones inhibitorias, “*a monte*”, la circulación en el mercado de instrumentos financieros que no reúnan las cualidades prometidas (*product intervention*); 2. supervisar a los operadores del mercado, a través de formas de vigilancia regulatoria, prudencial e informativa, para que cumplan con los imperativos de una “gestión sana y prudente” y alineen sus *policies* también con el respeto a la sostenibilidad no financiera, haciéndose capaces de gestionar los nuevos riesgos sistémicos generados por la introducción de factores ESG; 3. proteger a los ahorradores de los fallos de los intermediarios mediante formas de protección colectiva de carácter cautelar, sancionador y, en algunos casos, restitutivo. La eficacia de su intervención reside en un “control terapéutico de las partes en conflicto” que opera “*a monte*” para reducir el número de litigios judiciales “*a valle*”, desplazando la protección de los inversores al plano preventivo, manteniéndola en el plano del mercado y de la colectividad, y equilibrándola con la necesidad de estabilidad e integridad de todo el mercado.

XVI. Por último, como remedio de carácter preventivo, capaz de contribuir a la eficiencia sostenible del mercado y evitar malentendidos, se sugiere el *empowerment* del inversor, mediante la combinación

de la educación financiera y la educación digital. La educación financiera, como proceso a través del cual ahorradores, inversores y, en general, todos los usuarios de servicios financieros, mejoran su comprensión de los productos y nociones financieras, asume el papel estratégico de herramienta que, además de aumentar el grado de conciencia financiera, puede ayudar a corregir errores cognitivos y de comportamiento, contrarrestar la fragilidad y vulnerabilidad financieras, estrechamente vinculadas a malas elecciones de inversión, y promover la innovación financiera y la inclusión financiera. Esta última es una condición previa necesaria para una transición sostenible; la exclusión y la discriminación financieras privan a las personas de la oportunidad de pensar, planificar y actuar a largo plazo, impidiéndoles de hecho acceder a inversiones *long-term*, de las que forman parte las inversiones sostenibles. Apuntar a la educación financiera del cliente, por supuesto, no significa que la protección del cliente pueda basarse en la autorresponsabilidad del cliente, sino que el aumento de la concienciación del cliente debería funcionar en concierto con otras formas de disciplina y supervisión del mercado. La misma debería desarrollarse en sinergia con la educación digital; la digitalización de las finanzas, de hecho, puede apoyar el desarrollo del mercado de la sostenibilidad en varios aspectos: desde la recopilación y catalogación de información sobre las características ESG de estos productos, pasando por la medición constante y estandarizada de los impactos prometidos, hasta la desintermediación derivada del establecimiento de plataformas digitales dedicadas a la sostenibilidad que eliminan, precisamente, la intermediación humana y con ella sus *bias* de comportamiento, posibles conflictos de interés y evaluaciones arbitrarias de idoneidad. Sin perjuicio de las numerosas criticidades y puntos ciegos de tal combinación, ya especificados en el razonamiento, la *green fintech* podría ofrecer ideas interesantes para aumentar la confianza de los inversores en el mercado sostenible, partiendo precisamente de la implementación de la autoconfianza.

BIBLIOGRAFIA

ABATE A., *La sostenibilità nella legislazione finanziaria: elemento essenziale del contratto di investimento o orpello accessorio?*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2023, p. 610 ss.

ABATE D.D. e TRAVANINI A., *La trasparenza sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari nel nuovo Regolamento (UE) 2019/2088*, in *dirittobancario.it*, 2019.

ADLER M., POSNER E., *New Foundations of Cost-Benefit Analysis*, Cambridge, 2006.

ADRIA F., LINCiano N., QUARANTA F., SOCCORSO P., *Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza*, in *Consob Discussion Paper n. 11*, novembre 2022.

AGÜERO ORTIZ A., *Nuevas obligaciones informativas introducidas por MiFID II. Estudio comparativo*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2017, p. 10 ss.

AGÜERO ORTIZ A., *La evolución de la normativa de protección a los inversores y los remedios aplicados a los contrato de inversión*, Cizur Menor, 2020.

AGUILÓ REGLA J., *Positivismo y postpositivismo. Dos paradigmas jurídicos en pocas palabras*, Doxa, *Cuadernos de Filosofía del Derecho*, 2007, p. 665 ss.

AHLERS G.K.C., D. CUMMING, C. GÜNTHER, D. SCHWEIZER, *Signaling in Equity Crowdfunding*, 2015, in *journals.sagepub.com/doi/10.1111/etap.12157*.

ALBALADEJO GARCIA M., *Curso de derecho civil*, Madrid, 1977.

ALEJOS GÓNGORA C.L., *Banca ética: una alternativa viable*, in *Cuadernos de la Cátedra “la Caixa” de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo*, 2014.

ALESSANDRINI P., *El ahorro*, Barcellona, 1999.

ALESSIO MAURO C., *I fondi di investimento alternativi (FIA) tra regolazione europea, nazionale e prospettive di autodisciplina*, in *Diritto comm. int.*, 2022, p. 381 ss.

ALFONSO SANCHEZ R., *La economía social desde la tipología societaria*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 2016, p. 109 ss.

ALONSO ALONSO A.E., e SASTRE CORCHADO G.J., *Transparencia y principio de mejor ejecución*, in *Dirección de estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*, 2003, p. 11 ss.

ALONSO COGOLLOS C., *Novedades introducidas por la ley 11/2018, de 28 de diciembre, en materia de información no financiera y diversidad*, in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 2019, p. 102 ss.

ALONSO UREBA A., *La Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión*, in *Revista de derecho del mercado de valores*, 2023.

ALPA G., *Le clausole abusive nei contratti dei consumatori*, in *Corr. giur.*, 1993, p. 639 ss.

ALPA G., *Tutela del consumatore e controlli sull'impresa*, Bologna, 1977, in part. p. 23 ss.

ALPA G., *Una nozione pericolosa: il contratto di investimento*, in AA.VV., *I valori mobiliari*, Padova, 1991, p. 393 ss.

ALPINI A., *Il principio di solidarietà e le c.dd. obbligazioni solidali*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, p. 995 ss.

ALVARO S., VALIANTE D., *La tutela costituzionale del risparmio alla luce del diritto europeo*, in *Banca impr. soc.*, 2021, p. 9 ss.

AMEL-ZADEH A. e SERAFEIM G., *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, in *Financial Analysts Journal*, 2018, v. 74, p. 87 ss.

AMOROSINO S., *La “costituzione economica”: note esplicative di una nozione controversa*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2014, p. 234 ss.

AMOROSINO S., *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, p. 8 ss.

ANDERSEN P.K., ANDERSSON J.B., *Response to the Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Nordic and Baltic Company Law Scholars*, 2022, p. 4 ss.

ÀNGELES PONS M., *Las principales reformas del sistema financiero español*, in J.L. MALO DE MOLINA y P. MARTÍN ACEÑA (a cura di), *Un siglo de historia del sistema financiero español*, Madrid, 2011, p. 87 ss.

ANGELICI C., *Divagazioni sulla “responsabilità sociale di impresa”*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 3 ss.

ANGELONE M., *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, Napoli, 2012.

ANNUNZIATA F., *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017.

ANNUNZIATA F., *Il fondo di private equity tra discipline europee e specificità italiane*, in *An. giur. econ.*, 2021, p. 207 ss.

ANNUNZIATA F., *Il recepimento della MIFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 1100 ss.

ANTONUCCI A., *La responsabilità sociale di impresa*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, p. 119 ss.

ANTONUCCI A., *Le regole del mercato finanziario: la tutela del risparmiatore tra passato, presente e futuro*, in *rivistaianus.it*, 2019, p. 30 ss.

ANTUNES ENGRÁCIA J., *Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro - Alguns Aspetos*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários nº56*, 2017.

APARICIO GONZALEZ M., *La información no financiera de las sociedades mercantiles*, in *LA LEY mercantil*, 2017, p. 1 ss.

ARENA M., BENGIO I., CALDERINI M. e CHIODO V., *Social Impact Bonds: New Finance or New Procurement?*, in *Oxford J. Finance and Risk Perspectives*, 2015, vol. 4, *Special Issue of Social and Sustainable Finance*, p. 168 ss.

ARRIETA GARRAMIOLA M., *Condicionantes legales y éticos en la empresa global*, in *La Ley Mercantil*, 2018.

ARRIGONI M., *Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell’investitore*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, p. 261 ss.

ARVIDSON M., LYON F., MCKAY S. e MORO D., *‘Valuing the Social? The nature and controversies of measuring Social Return on Investment (SROI)’*, in *Voluntary Sector Rev.*, 2013, p. 3 ss.

ASSMANN H.D., *La responsabilità da prospetto. Tra normativa azionaria e disciplina dei mercati mobiliari*, in AA., Vv. *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993, p. 639 ss.

ASTONE M., *L’aspettativa e le tutele. Contributo agli effetti preliminari nelle situazioni di pendenza*, Napoli, 2006.

AVGOULEAS E., *The Mechanics and Regulation of Market Abuse, A Legal and Economic Analysis*, Oxford, 2005, p. 173 ss.

BACCIGALUPI M., *Note sul contratto di finanziamento*, in *Dir. econ.*, 1955, p. 103 ss.

BALESTRA L., *Il mutuo di scopo tra “arricchimento” degli interessi perseguiti e deviazione dal modello codicistico*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2019, p. 1133 ss.

BALESTRA L., *Le comunità energetiche - Proprietà e soggettività delle comunità energetiche: profili privatistici*, in *Giur. it.*, 2023, p. 2772 ss.

BALLESTREROS GARRIDO J.A. e PÉREZ GUERRA M., *La protección del cliente minorista en relación con la comercialización de obligaciones convertibles*, in *Revista de Derecho Mercantil*, 2016, p. 10 ss.

BANI E., *Sub art. 111*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2018, p. 1637 ss.

BARASSI L., *La Teoria generale delle obbligazioni*, vol. I, *La struttura*, Milano, 1946.

BARBIER E.A., *Contratación bancaria*, Tomo I, *Consumidores y usuarios*, Buenos Aires, 2008, p. 35 ss.

BARCELLONA E., *Shareholderism versus Stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 171 ss.

BARCELLONA P. (a cura di), *Condizioni generali di contratto e tutela del contraente debole. Atti della Tavola rotonda tenuta presso l'Istituto di diritto privato dell'Università di Catania 17-18 maggio 1969*, Milano, 1970.

BARELA M., *La consapevolezza del consumatore nella costruzione giuridica del mercato (rileggendo la pagina di Tullio Ascarelli)*, in *Riv. dir. ind.*, 2019, p. 179 ss.

BARENGHI A., *Osservazioni sulla nuova disciplina nella vendita di beni di consumo*, in *Contr. impr.*, 2020, p. 806 ss.

BARONCELLI S., Art. 47, in R. BIFULCO, A. CELOTTO, M. OLIVETTI (a cura di), *Commentario alla costituzione*, Torino, II, 2006, p. 945 ss.

BASILE M., *Comitati*, in *Dig. Disc. priv.*, sez. civ., III, Torino, 1988, p. 6 ss.

BATTELLI E., *Diritto dei contratti e questione di razionalità economica*, in *Contr. impr.*, 2019, p. 11 ss.

BELLISARIO E., *La responsabilità sociale delle imprese fra autonomia e autorità privata*, Torino, 2012.

BELLISARIO E., *Le "autorità private" nell'era della sostenibilità. gli impatti dell'ESG disclosure regulation e del taxonomy regulation*, in *Actualidad Jurídica Iberoamericana*, 2022, p. 104 ss.

BELLISARIO E., *Rischi di sostenibilità e obblighi di disclosure: il d.lgs. n. 254/2016 di attuazione della dir. 2014/95/UE*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2017, p. 19 ss.

BELVISO U., *Gli "intermediari finanziari" (tra storia e nomenclatura)*, in *Giur. comm.*, 2000, p. 165 ss.

BENEDETTI A.M., voce *Contratto asimmetrico*, in *Enc. dir.*, Annali V, Milano, 2012, p. 374 ss.

BEN-SHAHAR O., SCHNEIDER C.E., *More than you wanted to know*, Princeton University Press, 2010.

BERCOVITZ RODRIGUEZ CANO A., BERCOVITZ RODRIGUEZ CANO R., *La protección jurídica del inversor en valores mobiliarios*, in *Estudio jurídico sobre la protección de los consumidores*, Madrid, 1987.

BERNARDINI E., FAIELLA I., LAVECCHIA L., MISTRETTA A., NATOLI F., *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, in *bancaditalia.it*, marzo 2021, p. 46 ss.

BERTELLI F., *I green claims tra diritti del consumatore e tutela della concorrenza*, in *Contr. impr.*, 2021, p. 300 ss.

BERTI DE MARINIS G., *La tutela del cliente vulnerabile*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, p. 651 ss.

BERTI DE MARINIS G., *Patrimonio culturale e fattori ESG*, in *Dir. mer. ass. fin.*, 2020, p. 55 ss.

BERTI DE MARINIS G., *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2016, p. 991 ss.

BERTI DE MARINIS G., *L'«incostituzionalità» del contratto immeritevole*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, II, p. 563 ss.

BETTI E., *Teoria generale del negozio giuridico*, in *Tratt. dir. civ.* Vassalli, Torino, 1959.

BETTI E., *Teoria generale delle obbligazioni*, I, 1953.

BETTI E., *Sul cosiddetto risarcimento del danno in forma specifica in materia contrattuale*, in *Giur. it.*, 1948, I-2, p. 259 ss.

BEVIVINO V., *Il bank government dopo l'integrazione dei fattori ESG nella regolazione prudenziale europea*, in *Banca impr. soc.*, 2022, p. 593 ss.

BIELEFELD F., *Peer-to-Peer Lending: Opportunities and Risks*, in *European J. of Risk Regulation*, 2016, p. 2 ss.

BIFERALI G., *Il Social lending. Problemi di regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2017, p. 446 ss.

BIZZARRO A., *L'educazione e l'informazione del consumatore*, in G. RECINTO, L. MEZZASOMA, S. CHERTI (a cura di), *Diritti e tutele dei consumatori*, Napoli, 2014, p. 33 ss.

BLANCO F., *Asimetrías en la comunicación con los inversores*, *Mercados financieros. Nuevas experiencias*, in *Revista Colegio de Economistas*, 2004, p. 28 ss.

BLANCO SÁNCHEZ M.J., *Análisis del deber precontractual de información en la contratación de servicios financieros a la luz de MiFID II: un impulso para la transformación digital del sistema financiero*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2019, p. 10 ss.

BLANCO SANCHÉZ M.J., *La formación exigible al personal financiero*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2017, p. 9 ss.

BLASINI A., *Nuove forme di amministrazione pubblica per negozio: i «Social Impact Bonds»*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2015, p. 69 ss.

BOATRIGHT J.R., *Financial Services*, in M. DAVIS - A. STARK (a cura di), *Conflict of Interest in the Professions*, Oxford, 2011, p. 217 ss.

BOITI C., *Il «cliente» di servizi bancari e finanziari e le sue declinazioni*, in *Teoria e prassi del diritto*, 2023, 1, p. 252 ss.

BOLLINI SHAW C., BONEO VILLEGAS E.J., *Manual para operaciones bancarias y financieras*, Buenos Aires, 1981, p. 25 ss.

BORREGO RODRÍGUEZ A., *Finanzas sostenibles desde el punto de vista del inversor. Aplicación en la gestión de inversiones*, in J.M. LÓPEZ JIMÉNEZ, A. ZAMARRIEGO MUÑOZ, A. PÉREZ ZABALETA, J.M. ROLDÁN (a cura di), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, Cizur Menor, 2021, p. 989 ss.

BRESCIA MORRA C., *La disciplina dei controlli pubblici sulla finanza*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, p. 301 ss.

BRODI E., *Dal dovere di far conoscere al dovere di far “comprendere”*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, p. 246 ss.

BROLI E., *Osservazione in tema di finanziamenti di scopo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1973, p. 485 ss.

BRUNO S., *Il ruolo della s.p.a. per un'economia giusta e sostenibile: la Proposta di Direttiva UE su “Corporate Sustainability Due Diligence”. Nasce la stakeholder company?*, in *Riv. dir. comp.*, 2022, p. 303 ss.

BUCKLEY R.P., ARNER D.W., ZETZSCHE D.A., VEIDT R., *Sustainability, Fintech and financial inclusion*, in *UNSWLRS Research Series*, 63, 2019, p. 4 ss.

BUESO GUILLEN P.J., *Obligaciones comunes de información a los mercados de las instituciones de inversión colectiva*, in AA. VV., *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*, Cizur Menor, 2019, t. 1, p. 1262 ss.

BUONOCORE M., *Contrattazione d'impresa e nuove categorie contrattuali*, Milano, 2000, p. 184 ss.

BUONOCORE V., *Etica degli affari e impresa etica*, in *Giur. comm.*, 2004.

BUONOCORE V., *La responsabilità dell'impresa fra libertà e vincoli*, in AA.VV., *La responsabilità dell'impresa*, Milano, 2006, p. 39 ss.

BURILLOSÁNCHEZ F.J., *Fomento de las entidades del Tercer sector de Acción Social*, in AA.VV., *Fomento del trabajo autónomo y la economía social. Especial referencia a las novedades introducidas por la Ley 31/2015, de 9 de septiembre*, Cizur Menor, 2015, p. 369 ss.

BUSACCA A., *Enti filantropici come enti del Terzo Settore*, in M. SCHIRIPA (a cura di), *Il Terzo Settore e la Stella del no profit*, Napoli, 2019, p. 341 ss.

BUSCH D., *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2023, v. 18, n. 3, p. 326 ss.

BUSCH D., *Sustainable Finance Disclosure in the EU Financial Sector*, in *EBI Working Paper Series*, 2021, p. 1 ss.

BUZZACCHI C., *Risparmio, credito e moneta tra art. 47 cost. e funzioni della banca centrale europea: beni costituzionali che intersecano ordinamento della repubblica e ordinamento dell'unione*, in *costituzionalismo.it*, 2016, p. 38 ss.

CACCAVALE C., *Nozioni antagoniste della causa del contratto: interessi concreti e libertà di autodeterminazione*, in *Rass. dir. civ.*, 2023, p. 823 ss.

CALANDRA BUONAURA V., *La responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, p. 530 ss.

CALVO R., *Recesso del creditore, mutuo di scopo e collegamento negoziale*, in *Giur. it.*, 2010, p. 240 ss.

CALVO VÉRGEZ J., *La nueva Ley 43/2015, de 9 de octubre, del tercer sector de acción social: un nuevo marco de actuación para las entidades del tercer sector*, in *Revista Aranzadi Doctrinal*, 2015, p. 13 ss.

CÁMARA LAPUENTE S., *Comentario a los artículos 1-7 del TRLGDCU*, in S. CÁMARA, (RDL 1/2007) *y otras leyes y reglamentos vigentes en España y en la Unión Europea*, Madrid, 2011, p. 112 ss.

CAMPAGNA C., *Credito e sostenibilità*, in *Le Corti Umbre*, 2023, p. 323 ss.

CAMPBELL S., *Green cities, growing cities, just cities? Urban planning and contradictions of sustainable development*, in *Journal of American Planning Association*, 62 (3), 1996, p. 296 ss.

CAMPOBASSO G., *Servizi bancari e finanziari e tutela del contraente debole: l'esperienza italiana*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, p. 564 ss.

CAMPOS MORAL J., *RSE en las pymes: ¿nueva sensibilización social o necesaria estrategia comercial?*, in *Estrategia financiera*, 2009, p. 40 ss.

CAMPUZANO A.B., *El informe de información no financiera: evolución e incidencia en la Ley de Cambio Climático y en el ámbito de la gestión administrativa*, in *Revista Aranzadi de Derecho Ambiental*, 2021, p. 29 ss.

CANALEJAS MERÍN J.F., *Las obligaciones de gobernanza de producto en la MiFID II y su transposición al Derecho español*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2019, p. 1 ss.

CANDIAN A., *Tutela del consumatore nei rapporti bancari*, in E. LLAMAS POMBO, L. MEZZASOMA, U. RANA, F. RIZZO (a cura di), *La tutela del consumatore nella moderna realtà bancaria*, 2020, p. 35 ss.

CAPOBIANCO E. (a cura di), *I contratti bancari*, 2021, Milano.

CAPOBIANCO E. e F. LONGOBUCCO, *La nuova disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*, in *Contr. impr.*, 2011, p. 1142 ss.

CAPOBIANCO E., *Art.1*, in E. CAPOBIANCO, L. MEZZASOMA, G. PERLINGIERI (a cura di), *Codice del consumo annotato con la dottrina e la giurisprudenza*, 2019, p. 3 ss.

CAPOBIANCO E., *Contrattazione bancaria e tutela dei consumatori*, Napoli, 2000.

CAPOBIANCO E., *Globalizzazione, mercato, contratto*, in *Pers. merc.*, 2017, p. 138 ss.

CAPOBIANCO E., *Proporzionalità e giustizia del caso concreto*, in P. PERLINGIERI e S. GIOVA, *I rapporti civilistici nell'interpretazione della Corte costituzionale nel decennio 2006-2016*, Napoli, 2018, p. 323 ss.

CAPOBIANCO E., *Le pratiche commerciali scorrette nel settore bancario*, in *Dimaf*, 2018, p. 28 ss.

CAPOBIANCO E., *La determinazione del regolamento*, in V. ROPPO (a cura di), *Trattato del contratto*, III, Milano, 2022, p. 441 ss.

CAPOGRASSI G., *Pensieri vari su economia e diritto*, in G. BOTTAI (a cura di), *Scritti giuridici in onore di Santi Romano*, Padova, 1940, p. 195 ss.

CAPPELLI G., *Appunti per un inquadramento privatistico dell'autoconsumo di energia rinnovabile nel mercato elettrico: il caso delle comunità energetiche*, in *Leggi civ. comm.*, 2023, p. 381 ss.

CAPPIELLO S., *Impresa, società e mercato finanziario sostenibili*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, p. 481 ss.

CAPRIGLIONE F. (a cura di), *I contratti dei risparmiatori. Introduzione*, Milano, 2013, p. 8 ss.

CAPRIGLIONE F., *Cooperazione di credito e "finanza etica"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1997, p. 26 ss.

CAPRIGLIONE F., *Etica della finanza e sostenibilità economica*, in *Riv. elettr. dir. econ. man.*, 2020, p. 25 ss.

CAPRIGLIONE F., *Prime riflessioni sulla Mifid II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in *Riv. trim. dir. Econ.*, 2015, p. 72 ss.

CARDANI A., PERRONE A., *Servizi di investimento e finanza sostenibile. le conseguenze non volute della recente disciplina europea*, in *La regolamentazione finanziaria: problemi aperti*, Osservatorio Monetario, maggio 2022.

CARLIZZI M., *Etica e impresa bancaria: riflessioni critiche sull'art. 111-bis TUB*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, p. 51 ss.

CAROTENUTO G., *Product intervention under MiFID II/MiFIR*, in *Riv. dir. banc.* 2017, p. 1 ss.

CARRASCO PERERA A.M., *Reparación del daño en forma específica*, in *Aranzadi Civil*, 1996, II, p. 62 ss.

CARRIERO G., VIOLI R., *Moneta, banche, mercati finanziari*, in P. CIOCCA, I. MUSU (a cura di), *Economia per il diritto*, Torino, 2006, p. 239 ss.

CARRISI A., *La finanza sostenibile e la ricerca di nuovi parametri di adeguatezza*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, p. 2 ss.

CARRISI A., *Finanza, interessi non finanziari e rimedi*, in *Riv. trim. dir. priv.*, 2024, p. 80 ss.

CASELLI D. e DAGNES J., *Salvati dalla finanza*, in *Autonomie locali e servizi sociali*, 2018, p. 157 ss.

CASELLI D., *Esperti. Come studiarli e perché*, Bologna, 2020.

CASSESE S., *E' ancora attuale la legge bancaria del 1936? Stato, banche e imprese pubbliche dagli anni '30 agli anni '80*, Roma, 1987.

CASTÀN TOBEÑAS J., *Derecho civil español, común y foral: Tomo I: Introducción y parte general. Volumen 2: Teoría de la relación jurídica. La persona y los derechos de la personalidad. Las cosas*, Madrid, 2007.

CASTELLANO M., *La Responsabilità Sociale d'Impresa*, e DI RIENZO M., *Dalla responsabilità sociale di impresa a quella del consumatore*, entrambi in M. CASTELLANETA, F. VESSIA (a cura di), *La responsabilità sociale di impresa tra diritto societario e diritto internazionale*, Napoli, 2019, p. 6 ss.

CASTILHO DOS SANTOS G.A., *Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente*, Coimbra, 2008.

CASTRO M. e ROMERO M., *Cooperativas de crédito y banca ética ¿un camino por explorar?*, in *Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 2011, p. 263 ss.

CATAUDELLA A., *Introduzione*, in M.L. CHIARELLA (a cura di), *I contratti dei consumatori e dell'utente tra diritto comune e codificazioni di settore*, Napoli, 2016, p. 31 ss.

CATERINI E., *Controllo del credito, tutela del risparmio e adeguatezza nel finanziamento finalizzato*, in V. RIZZO, L. DI NELLA, L. MEZZASOMA, E. CATERINI (a cura di), *La tutela del consumatore nelle posizioni di debito-credito*, Napoli, 2010, p. 47 ss.

CATERINI E., *Credito al consumo, tutela e incoraggiamento del risparmio, sovraindebitamento*, in G. VILLANACCI (a cura di), *Credito al consumo*, Napoli, 2010, p. 46 ss.

CATERINI E., *La 'sostenibilità' nell'esperienza giuridica contemporanea. In occasione della discussione svoltasi nell'Ateneo barese*, in D.A. BENÍTEZ, C. FAVA (a cura di), *Sostenibilità: sfida o presupposto?*, Milano, 2019, p. 77 ss.

CATERINI E., *Sostenibilità e ordinamento civile. Per una riproposizione della questione sociale*, Napoli, 2018.

CATRICALÀ A., PIGNALOSA M.P. (a cura di), *Saggi di diritto dei consumi*, Torino, 2020.

CAVALERI P., *Iniziativa economica privata e Costituzione «vivente». Contributo allo studio della giurisprudenza sull'art. 41 Cost.*, Padova, 1978.

CAVAZZUTI F., *Conflitti di interesse e informazioni asimmetriche nella intermediazione finanziaria*, in *Banca impresa soc.*, 1989, p. 358 ss.

CELATI B., *L'intervento pubblico per la riconversione ecologica dell'economia. Modelli, strumenti e prospettive giuridiche*, Milano, 2021.

CERRATO GARCÍA E., *El mercado de instrumentos financieros "verdes": ¿paradoja o realidad?*, in *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, 2022, p. 297 ss.

CECCHERINI G., *Risarcimento del danno e riparazione in forma specifica*, Milano, 1989.

CHECCHINI A., *L'interesse a donare*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, I, p. 285 ss.

CIAN G., *Interesse del creditore e patrimonialità della prestazione: valore normativo dell'art. 1174 cc.*, Padova, 1968.

CIAN M., *Dottrina sociale della Chiesa, sviluppo e finanza sostenibili: contributi recenti*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 53 ss.

CIAN M., *Gli obblighi informativi degli intermediari*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2009, p. 1197 ss.

CIAN M., *I FIA: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, p. 299 ss.

CICALA R., *Produttività, solidarietà e autonomia privata*, in *Riv. dir. civ.*, 1972, p. 298 ss.

CIOCCA P., GALLI P., ROTHSCHILD E., ZAMAGNI S., *Dibattito su "Sentimenti economici. Adam Smith, Condorcet e l'Illuminismo", di Emma Rothschild*, in *Riv. storia economica*, 2004, p. 231 ss.

CIPRIANI N., *Il controllo di meritevolezza sui contratti 'conformati' dalle Autorità indipendenti*, in *Rass. dir. civ.*, 2023, p. 1192 ss.

CLARIZIA P., *La causa di finanziamento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1982, p. 611 ss.

CLARIZIA P., MANOCCHIO M., MARCONI P., AMICARELLI B.P., MOCAVINI G., MORGANTE R., NAPOLITANO G., RENZI A., *I piani nazionali di ripresa e resilienza in prospettiva comparata*, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 2021, p. 1127 ss.

CLARK R.C., *The Soundness of Financial Intermediaries*, in *Yale Law Journal*, 86, 1976, p. 1 ss.

CLAVERIA GOSALBEZ L.H., *La causa del contrato*, Zaragoza, 1998.

COASE R., *The Firm, The Market and The Law*, Chicago, 1988 (trad. it. *Impresa, mercato e diritto*), Bologna, 2006, p. 44 ss.

COHEN BENCHETRIT A., *Primera aproximación a la Propuesta de Directiva sobre gobierno corporativo sostenible y diligencia debida*, in *Diario La Ley*, marzo 2022.

COLAERT V., *On the Sustainability of the MiFID II and IDD Investor Protection Frameworks*, 2020, in law.kuleuven.be/jri/en/working-paper-series/wp-2023-05-on-the-sustainability-of-the-mifid-ii-and-idd-investor-protection-frameworks.

COOPER C., GRAHAM C. e HIMICK D., *Social impact bonds: the securitization of the homeless*, in *Accounting, Organizations Soc.*, 2016, 55, p. 63 ss.

CORRIAS P.E., *Il mercato come risorsa della persona vulnerabile*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, p. 968 ss.

CORSO S., *Le società benefit nell'ordinamento italiano: una nuova «qualifica» tra profit e non-profit*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, p. 1011 ss.

CORVESE G.C., *La sostenibilità ambientale e sociale delle società nella proposta di Corporate Sustainability Due Diligence Directive (dalla insostenibile leggerezza dello scopo sociale alla obbligatoria sostenibilità della due diligence)*, in *Banca impr. soc.*, 2022, p. 431 ss.

COSSU M., *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021.

COSSU M., SPADA P., *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente – divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, p. 401 ss.

COSSU M., *Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario*, in *Banca impr. soc.*, 2022, p. 433 ss.

COSSU M., *La “gestione di portafogli di investimento” tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2002.

COSSU M., *L'educazione finanziaria della “generazione z”. riflessioni in tempo di pandemia*, in *Scritti in onore di Vincenzo di Cataldo, I, Proprietà intellettuale e concorrenza*, Torino, 2021, p. 240 ss.

COSTA A., LEOCI P. e TAFURO A., *“Social Impact bonds”: Implications for government and Non-Profit Organizations*, in *Review of Business and Economics Studies*, 2014, 2, p. 58 ss.

COSTANZA M., *Danno non patrimoniale e responsabilità contrattuale*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1987, p. 128 ss.

COSTI R., *Fondazione e impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 1968, p. 1 ss.

COSTI R., *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1993, p. 721 ss.

COSTI R., *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007, p. 39 ss.

COSTI R., *Il mercato mobiliare: aggiornamento alla MIFID II*, Torino, 2018.

COSTI R., *Tutela del risparmio e Costituzione: storia e attualità dell'art. 47*, in *Banca impr. soc.*, 2018, p. 393 ss.

COSTI R., *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, p. 165 ss.

D'ADDA A., Sub art. 2058 c.c. – *Risarcimento in forma specifica*, in *Dei fatti illeciti*, a cura di Carnevali, in *Commentario del codice civile diretto da Gabrielli*, V, Milano, 2011, p. 610 ss.

D'AMBROSIO M., *Lucratività e scopo ideale alla luce della riforma del terzo settore*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, p. 384 ss.

D'APICE R., *Big Data e governo del prodotto nella gestione collettiva del risparmio*, in M.T. PARACAMPO (a cura di), *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2021, p. 139 ss.

DAVOLA A., *Bias cognitivi e contrattazione standardizzata: quali tutele per i consumatori*, in *Contr. impr.*, 2017, p. 638 ss.

DAVOLA A., *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, p. 516 ss.

DE CUPIS A., *Sulla «depatrimonializzazione» del diritto privato*, in *Riv. dir. civ.*, 1982, p. 482 ss.

- DE CUPIS A., *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, I, III ed., Milano, 1979, p. 133 ss.
- DE DONNO B., VENTURA L. (a cura di), *Dalla Benefit Corporation alla società benefit*, Bari, 2018.
- DE LA CRUZ AYUSO C. e SASIA SANTOS P.M., *La banca ética como herramienta de acción política*, in *Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, 2010, p. 185 ss.
- DE LOS MOZOS J.L., *Concepto de obligación*, in *Revista de derecho privado*, 1980.
- DE MARI M., *Informativa "post-contrattuale" e servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 2012, p. 409 ss.
- DE MIGUEL PERALES C., *Hacia una mayor transparencia: Divulgación de información no financiera y sobre diversidad*, in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 2018, p. 141 ss.
- DE NOVA G., GERELLI E., TREMONTI G., *Nuova forma di impiego del risparmio e di finanziamento delle imprese: disciplina civile e fiscale*, Milano, 1984, in part. p. 13 ss.
- DE POLI M., *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, in part. p. 142 ss.
- DE VICENTIS G., *La evolución del concepto de desarrollo sostenible*, in *Revista electrónica de derecho ambiental*, 2012.
- DEL GIUDICE A., *I social impact bond*, Milano, 2015.
- DELGADO M., *Desarrollos y regulación de las finanzas sostenibles en los ámbitos nacional e internacional*, in *BancodeEspanaEurosistema*, novembre 2021, p. 7 ss.
- DELLA TOMMASINA L., *La produzione e la distribuzione di strumenti finanziari (tra servizi di investimento esecutivi, aumenti di capitale senza consulenza e derivati over the counter)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, p. 262 ss.
- DENOZZA F., *I conflitti di interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore "imprenditore di se stesso"*, in *I servizi del mercato finanziario: in ricordo di Gerardo Santini*, Milano, 2009, p. 151 ss.
- DENOZZA F., *La frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo-liberale*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, p. 13 ss.
- DENOZZA F., *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in *Rivista ODC*, 2019, p. 615 ss.
- DENOZZA F., *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2012.
- DENTICO N., *Ricchi e buoni? Le trame oscure del filantropocapitalismo*, Verona, 2020, in part. p. 165 ss.
- DETTORI S., ZITO A., *Risparmio (tutela del)*, in G. GRECO e M. CHITI (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo europeo*, Milano, 2007, p. 1731 ss.
- DI GIOVANNI F., *"Appalti verdi" e responsabilità sociale dell'impresa*, in M. PENNASILICO (a cura di), *Contratto e ambiente. Atti del convegno, Bari, 22-23 ottobre 2015*, 2016, Napoli, p. 61 ss.
- DI MAJO A., *Delle obbligazioni in generale*, Bologna, 1988.
- DI MAURO E.W., *Emilio Betti e la causa meritevole di tutela*, in *Foro nap.*, 2019, p. 607 ss.
- DI NANNI C., *Tutela del consumatore e mercato*, in *Dir. giur.*, 1992, p. 345 ss.
- DI NELLA L., *Pandemia, crisi economica e consumatore bancario tra tutele e responsabilità*, in V. RIZZO, L. MEZZASOMA, E. LLAMAS POMBO, G. BERTI DE MARINIS (a cura di), *Il consumatore e la normativa emergenziale ai tempi del covid-19*, Napoli, 2021, p. 261 ss.
- DI RAIMO R. e MIGNONE C., *Strumenti di finanziamento al terzo settore e politiche di intervento locale nella «società inclusiva» europea. (Dalla filantropia alla finanza alternativa)*, in *Giust. civ.*, 2017, p. 139 ss.

DI RAIMO R., *Antecedenti e criteri ordinanti delle tutele nelle negoziazioni bancaria e finanziaria*, in E. LLAMAS POMBO, L. MEZZASOMA, U. RANA e F. RIZZO (a cura di), *La tutela del consumatore nella moderna realtà bancaria (profili internazionali)*, Napoli, 2020, p. 70 ss.

DI RAIMO R., *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso ed il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 2014, p. 1107 ss.

DI RAIMO R., *Date a Cesare (soltanto) quel che è di Cesare. Il valore affermativo dello scopo ideale e i tre volti della solidarietà costituzionale*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, p. 1082 ss.

DI RAIMO R., *Impresa, profitto e categorie dello spirito*, in *Riv. dir. impr.*, 2011, p. 612 ss.

DI RAIMO R., *Le associazioni non riconosciute. Funzione, disciplina, attività*, Napoli, 1995.

DI RAIMO R., *Ufficio di diritto privato, natura del «potere» dispositivo e fondamento variabile dell'iniziativa negoziale*, in A. GORASSINI e R. TOMMASINI (a cura di), *I Maestri del Diritto Civile*. Salvatore Pugliatti, Napoli, 2016.

DI RAIMO R., *Considerazioni sull'art. 2645-ter c.c.: destinazione di patrimoni e categorie dell'iniziativa privata*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, p. 975 ss.

DI RAIMO R., *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in F. CORTESE, F. SARTORI (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, p. 69 ss.

DI RAIMO R., *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, p. 295 ss.

DI SABATO F., *I fini sociali dell'impresa etica*, in *Riv. dir. soc.*, 2006, p. 633 ss.

DÍAZ MORENO A., *Transparencia y protección del cliente de servicios bancarios*, in *Derecho de los negocios*, 2011, p. 38 ss.

DÍAZ-FONCEA M. e MARCUELLOS C., *Las empresas sociales en España: concepto y características*, in *Revista Vasca de Economía Social*, p. 143 ss.

DÍEZ PICAZO Y PONCE DE LEÓN L., *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, Tomo I, Madrid, 2007, in part. p. 312 ss.

DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN L., *¿Una nueva doctrina general del contrato?*, in *Anuario de derecho civil*, 1993, p. 1708 ss.

DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN L., *Derecho y masificación social. Tecnología y Derecho Privado*, 2.^a ed., Madrid, 1987, in part. p. 42 ss.

DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN L., *Experiencias jurídicas y teoría del Derecho*, Barcelona, 1983, in part. p. 300 ss.

DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN L., *El escándalo del daño moral*, Pamplona, 2008, in part. p. 80 ss.

DO AMARAL R.A., *A informação pré-contratual e contratual no âmbito dos devedores de informação do intermediário financeiro*, Universidades Luisiana, 2021, in part. p. 52 ss.

DOMÍNGUEZ MARTINEZ J.M. e LOPEZ JIMENÉZ J.M.^a, *El nuevo paradigma de las finanzas sostenibles*, in J.M.^a LOPEZ JIMENÉZ e A. ZAMARRIEGO MUÑOZ (a cura di), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, Cizur Menor, 2021, p. 61 ss.

DOMÍNGUEZ-ALCAHUD MARTÍN-PEÑA J. e ALMAZÁN ARNAU F.J., *La sostenibilidad desde el punto de vista de la supervisión del mercado de valores: instrumentos financieros y fondos de inversión*, in J.M.^a LOPEZ JIMENÉZ e A. ZAMARRIEGO MUÑOZ (a cura di), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, Cizur Menor, 2021, p. 83 ss.

DONISI C., *Verso la «depatrimonializzazione» del diritto privato*, in *Rass. dir. civ.*, 1980, pp. 1-63.

DONISI C., *Il contratto con sé stesso*, Napoli 1982, in part. p. 175 ss.

DUPRE S., POSEY T., WANG T., JAMISON T., *Shooting for the moon in a hot air balloon? measuring how green bonds contribute to scaling up investments in green projects a discussion paper*, 2018.

DURÀN HERRERA J.J., LAMOTHE F., IBAÑEZ JIMENÉZ J.W., *Inversiones internacionales responsables, gubernamentales e institucionales: la responsabilidad con los países menos desarrollados*, in J.W. IBAÑEZ JIMENÉZ (a cura di), *Responsabilidad social de la empresa y finanzas sociales*, Akal, 2004, p. 51 ss.

EGIDI M., *Dalla razionalità limitata all'economia comportamentale*, in R. VIALE (a cura di), *Le nuove economie. Dall'economia evolutiva a quella cognitiva: oltre i fallimenti della teoria neoclassica*, Milano, 2005.

ELSTER J., *Ulisse e le sirene. Indagine sulla razionalità e l'irrazionalità*, Bologna, 1983.

EMBED IRUJO J.M., *Discrecionalidad empresarial y responsabilidad social corporativa*, *Derecho de sociedades y de los mercados financieros*, in I. FERNÁNDEZ TORRES, F.J. ARIAS VARONA, J. MARTÍNEZ ROSADO (a cura di), *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro homenaje a Carmen Alonso Ledesma*, Madrid, 2018, p. 197 ss.

ENCISO ALONSO-MUÑUMER M., *Transparencia y sostenibilidad: nuevos retos de la información no financiera*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2020, p. 242 ss.

ENRIQUES L., GARGANTINI M., *The expanding boundaries of MIFID's duty to act in the client's best interest: the Italian case*, in *The Italian law journal*, 2017, p. 297 ss.

EPSTEIN M.J. e YUTHAS K., *Measuring and Improving Social Impacts. A Guide for Nonprofits, Companies, and Impact Investors*, San Francisco, 2014, p. 116 ss.

ESPÍN CÀNOVAS D., *Manual de derecho civil español*, Madrid, 1951.

FACHECHI A., *Regole di condotta e regole di validità: verso il superamento del principio di non interferenza*, in *Corti salernitane*, 2012, p. 339 ss.

FADDA R., *La sostenibilità tra disciplina del contratto e tutela del consumatore*, Napoli, 2024.

FALCONE G., *Tre idee sul c.d. "fin tech"*, in *Riv. dir. bancario*, 2018, p. 356 ss.

FALKOWSKI M. e WISNIEWSKI P., *Impact Investment as New Investment Class*, in *Rev. Bus. Econ. Studies*, 2013, 1, p. 78 ss.

FARINA V., *Brevi riflessioni sulla nuova disciplina della trasparenza bancaria*, in *Contr. impr.*, 2004, p. 843 ss.

FAVILLI C., *Transizione ecologica e autoconsumo organizzato di energia rinnovabile. La questione della forma giuridica delle comunità energetiche*, in *Resp. civ. prev.*, 2023, p. 385 ss.

FEMIA P., *Partecipazione associative e rapporto giuridico*, in P. PERLINGIERI (a cura di), *Partecipazione associativa e partito politico*, 1993, p. 25 ss.

FEMIA P., *Sentimento e moltitudine. Rudolf Von Jhering tra interessi ideali e beni comuni*, Bologna, 2024.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO A., *Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria*, in *Diario La Ley*, 2015.

FERNÁNDEZ DE GATTA SÁNCHEZ D., *La ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética (entre la expectación y una cierta decepción)*, in *Foro, Nueva época*, v. 24, n. 2, 2021, p. 113 ss.

FERNANDEZ-MONTES PRIETO I., *Normativa sobre instrumentos financieros (MIFID II) fondos de inversión socialmente responsables*, in J.M^a. LOPEZ JIMENÉZ e A. ZAMARRIEGO MUÑOZ (a cura di), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, Cizur Menor, 2021, p. 1023 ss.

FERRANDO VILLALBA M.L., *Extensión y límites del deber de informar al inversor en MiFID II: conflictos de interés y asesoramiento financiero*, in *Revista del Mercado de Valores*, 2013, p. 12 ss.

FERRARA F., *Recensione al libro di F. BOLCHINI, Le pubbliche sottoscrizioni nel diritto privato* (1905), in *Riv. it. sc. giur.*, 1905, p. 403 ss.

- FERRERO E., *Lo sviluppo sostenibile tra etica e diritto*, in *Amb. svil.*, 2021, p. 358 ss.
- FERRI G.B., *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1971, I, p. 81 ss.
- FERRI G.B., *Rilevanza giuridica dello scopo nei crediti speciali*, in *Foro pad.*, 1972, p. 271 ss.
- FERRO LUZZI P., *Attività e prodotti finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, p. 133 ss.
- FERRO LUZZI P., *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, p. 191 ss.
- FERRO LUZZI P., *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 47 ss.
- FICI A., *La nuova disciplina dell'impresa sociale: una prima lettura sistematica*, in *Riv. impr. soc.*, 2017, p. 9 ss.
- FILAGRANA G.R., *Riflessioni in tema di vigilanza bancaria*, in *Dimaf*, 2021, p. 5 ss.
- FIORDIPONTI F., *Tutela del risparmio: principi costituzionali e rimedi civilistici*, Napoli, 2012.
- FOLTYN ZARYCHTA M., ZERBE R.O., *The economics of CSR: the role of citizen-consumer mix in the social responsible investing*, in M. CASTELLANETA, F. VESSIA (a cura di), *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale*, Napoli, 2019, p. 87 ss.
- FONTICIELLA HERNÁNDEZ B., *La protección del inversor minorista tras la completa transposición de la directiva MIFID II*, Madrid, 2021, p. 72 ss.
- FONTICIELLA HERNÁNDEZ B., *La sostenibilidad financiera desde la óptica regulatoria: compendio del panorama normativo actual*, in *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, 2023, p. 259 ss.
- FONTRDONA J., MULLER P., MARTIN GARCIA S., *La inversión sostenible y responsable. Introducción y guía para inversores particulares*, in *Cuadernos de la Cátedra CaixaBank de Responsabilidad Social Corporativa*, 2020, in media.iese.edu/research/pdfs;
- FORESTA D., *Sugli enti del terzo settore. Tipi e funzione nell'articolazione del registro unico*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, p. 1467 ss.
- FRACCHIA F., *Sviluppo sostenibile e diritti delle generazioni future*, in *Riv. quad. dir. amb.*, 2010, p. 41 ss.
- FRAGALI M., *Finanziamento (diritto privato)*, in *Enc. dir.*, XVII, Milano 1968, p. 604 ss.
- FRAGALI M., *Il mutuo di scopo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1960, p. 471 ss.
- FRANCESCA M., *La rilevanza dei fatti di sentimento nel diritto privato: associazionismo, terzo settore e tutela dei diritti sociali*, in R. DI RAIMO, M. FRANCESCA, A.N. NAZZARO (a cura di), *Percorsi di diritto civile. Studi 2009/2011*, Napoli, p. 43 ss.
- FRANCESCA M., MIGNONE C. (a cura di), *Finanza di impatto sociale strumenti, interessi, scenari attuativi*, Atti del Convegno Lecce, 17-19 maggio 2018, Napoli, 2018.
- FRANZA E., *La product intervention del mondo MIFID II/MIFIR*, in *Dir. econo.*, 2019, p. 330 ss.
- FREEMAN R.E., VELAMURI S.R., MORIARTY, B. *Company stakeholder Responsibility: a new approach to CSR*, 2006, in corporate-ethics.org,
- FREESTONE O.M., MCGOLDRICK P.J., *Motivations of the Ethical Consumer*, in *Journal of Business Ethics*, 2008, p. 445 ss.
- FREIREICH J. e FULTON K., *Investing for Social & Environmental Impact. A design for Catalyzing An Emerging Industry*, 2009, in monitorinstitute.com.
- FUSARO A., *Le organizzazioni a scopo non lucrativo nella Law and Economics*, in ID., *Tendenze del diritto privato in prospettiva comparatistica*, 2ª ed., Torino, 2017, p. 135 ss.
- GABRIELLI E., *Il contratto e il suo oggetto nel diritto italiano*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2012, p. 23 ss.
- GABRIELLI E., *Storia e dogma dell'oggetto del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, p. 327 ss.
- GABRIELLI E., LENER R., *I contratti del mercato finanziario*, Milano, 2011.
- GALGANO F., *Delle persone giuridiche (art. 11-35)*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1969, p. 236 ss.

GALLEGO LANAU M., *¿La acción de anulación del contrato de suscripción de valores es el instrumento adecuado para afrontar los vicios en el consentimiento derivados de falsedades en el folleto informativo?*, in *Revista de derecho bancario y bursátil*, 2019, p. 77 ss.

GALLOCH E., *La finance se met au vert: les green bonds séduisent et se précisent*, in *actujuridique.fr*, 28 luglio 2016.

GALLO P., *Obbligazioni di mezzi e di risultato e allocazione del rischio*, in *Rass. dir. civ.*, 2023, p. 884 ss.

GALLOWAY I., *Peer-to-peer Lending and Community Development Finance*, in *Community Investments*, 2009/2010, p. 19 ss.

GARCIA ESPEJO I., NOVO VAZQUEZ A., *La emergencia del «consumidor consciente»: un analisis de la participacion politica a traves de las decisiones de compra*, in *Reis (Rev. Esp. Investig. Sociol.)*, 2017, p. 59 ss.

GARCÍA GIMÉNEZ U. e ALVAREZ GONZÁLEZ-PALENZUELA M., *Nueva normativa de divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros*, in J.M^a LOPEZ JIMENÉZ e A. ZAMARRIEGO MUÑOZ (a cura di), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, Cizur Menor, 2021, p. 911 ss.

GARCÍA RUBIO M.P., *La información precontractual. Buenas intenciones, cuestionables medios*, in AA.VV., *Codificación del Derecho Contractual en el Derecho Civil Catalán*, Madrid, 2015, p. 149 ss.

GARCÍA-CRUCES J.A., *La protección de los legítimos intereses de los consumidores como principio general del ordenamiento español*, in *EC*, 1999, p. 131 ss.

GARGANTINI M., SIRI M., *Informazione derivata e sostenibilità: la regolazione dei rating e dei benchmark ESG nell'Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 637 ss.

GAROFALO A.M., *La nullità del contratto squilibrato o pregiudizievole: alla ricerca di una clausola generale di invalidità*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, p. 27 ss.

GARTEN H.A., *The consumerization of financial regulation*, in *Washington University Law Quarterly*, vol. 77, p. 287 ss.

GATTI M., STRAMPELLI G., TONELLO M., *How Does Board-Shareholder Engagement Really Work? Evidence from a Survey of Corporate Officers and from Disclosure Data*, in L. ENRIQUES - G. STRAMPELLI (a cura di), *Board-Shareholder Dialogue. Best Practices, Legal Constraints and Policy Options*, Cambridge, 2024, p. 19 ss.

GECZY C., JEFFERS J.S., MUSTO D.K. e TUCKER A.M., *Institutional Investing When Shareholders are not Supreme*, in *Harv. Bus. L. Rev.*, 2015, 5, p. 573 ss.

GENOVESI A., *Lezioni di commercio o sia di economia civile*, Milano, 1824.

GENTILI A., CINTIO V., *I nuovi “vizi del consenso”*, in *Contr. impr.*, 2018, p. 180 ss.

GENTILI A., *Codice del consumo ed esprit de geometrie*, in *Contratti*, 2006, p. 159 ss.

GENTILI A., *Il ruolo della razionalità cognitiva nelle invalidità negoziali*, in AA.VV., *Oltre il soggetto razionale. 1 fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, 2014, p. 82 ss.

GENTILI A., *La meritevolezza di tutela: da Emilio Betti a oggi*, in *Storia Metodo cultura nella scienza giuridica*, p. 283 ss.

GHIDINI G. e MINERVINI E. in F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, p. 105 ss.

GHIONNI CRIVELLI VISCONTI C., *Enti filantropici e attività di impresa*, in D. DI SABATO e O. NOCERINO (a cura di), *Il terzo settore. Profili critici della riforma*, Napoli, 2019, p. 107 ss.

GIANNINI M., *Titoli di solidarietà e inadempimento dell'obbligazione di scopo*, in *Contr. impr.*, 2020, p. 699 ss.

GIANNINI M.S., *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1995.

GIANNINI M.S., *Il finanziamento alle imprese con le risorse della collettività*, in *Giur. comm.*, 1977, p. 18 ss.

GIORGI G., *Teoria delle obbligazioni nel diritto moderno italiano*, v. I, Firenze, 1924.

GIORGINI E., *Consulenza finanziaria e sua adeguatezza*, Napoli, 2017.

GIORGIANI M., *L'obbligazione: la parte generale delle obbligazioni*, Milano, 1951.

GITTI G., VILLA G., *Il terzo contratto*, Bologna, 2008.

GONZALEZ VAZQUEZ J.C., *La primera aplicación del procedimiento de resolución bancaria por el MUR: dudas y valoraciones (provisionales) a la luz del caso Banco Popular*, in I. FERNANDEZ TORRES (a cura di), *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro homenaje a Carmen Alonso Ledesma*, Madrid, 2018, p. 1083 ss.

GORGONI M. (a cura di), *Il codice del terzo settore. Commento al Decreto legislativo 3 luglio 2017, n. 117*, Pisa, 2021.

GORLA G., *Il Contratto*, Milano, 1954.

GORTSOS C.V. e KYRIAZIS D., *The Taxonomy Regulation and its Implementation*, in *EUSFiL Research Working Paper Series*, 2023, 1, in eusfil.eu/working-papers.

GOTTI TEDESCHI R., 117-ter, in M. FRATINI e G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza-Commentario*, Milano, 2012.

GRANELLI C., *Pratiche commerciali scorrette: le tutele individuali nel disegno di legge-delega di riforma del codice civile*, in *Contratti*, 2019, p. 493 ss.

GRECO F., *Categorie di enti del terzo settore*, in M. GORGONI (a cura di), *Il codice del terzo settore. Commento al Decreto legislativo 3 luglio 2017, n. 117*, Pisa, 2021, p. 285 ss.

GRECO F., *L'onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all'information overload(ing)*, in *Resp. civ. prev.*, 2017, p. 401 ss.

GRISI G., *Gli obblighi informativi quali rimedio dei fallimenti cognitivi*, in AA. VV., *Oltre il soggetto razionale. 1 fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, 2014, p. 60 ss.

GRISI G., voce *Informazione (obblighi di)*, in *Enc. giur.* Treccani, Roma, Treccani, 2006, p. 7 ss.

GUIZZI G., *Rapporti societari, mercato finanziario e tutela collettiva. Un esercizio interpretativo sull'ambito di operatività dell'azione risarcitoria collettiva ex art. 140-bis d. legisl. n. 206/2005*, in AA.VV., *Studi per Franco di Sabato*, Napoli 2009, p. 371 ss.

GUTIÉRREZ BENGOCHEA M., *La banca ética y su fiscalidad*, in *Revista Quincena Fiscal*, 2014, p. 3 ss.

GUZZETTI G., *Etica del risparmio e sviluppo*, in *Iustitia*, 2018, p. 565 ss.

HARPER G.C., A. MAKATOUNI, *Consumer Perception of Organic Food Production and Farm Animal Welfare*, in *British Food Journal*, 2004, p. 287 ss.

HEDSTROM G., POLTORZYCKI S., STROB P., *Desarrollo sostenible: la próxima generación en oportunidades empresariales*, in *Revista Interdisciplinar de Gestión Ambiental*, 1999, p. 21 ss.

HERNÁNDEZ DE COS P., *Sostenibilidad y cambio climático: los retos de medición y de gestión «El capital privado: inversión con impacto»*, in *BancodeEspanaEurosistema*, aprile 2022, p. 8 ss.

HERNÁNDEZ DÍAZ-AMBRONA M.D., *Consumidor vulnerable*, Madrid, 2015.

HERNÁNDEZ GIL A., *Derecho de obligaciones. La obligación y su estructura, doctrina general de las fuentes de las obligaciones, cumplimiento, pago de las deudas de dinero, problemas de fluctuación y estabilización monetaria*, Madrid, 1972.

HERNÁNDEZ PAULSEN C., *La obligación precontractual de la entidad de crédito de informar al cliente en los servicios bancarios y de inversión*, Madrid, 2014, p. 38 ss.

HUALDO MANSE T., *Del consumidor informado al consumidor real. El futuro del derecho de consumo europeo*, Madrid, 2016, *passim*.

HÜBNER L., HABRICH V., WELLER M.P., *Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2022, p. 644 ss.

IANNARELLI A., *Il contraente-risparmiatore*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013, p. 47 ss.

IBÁÑEZ JIMÉNEZ J., *La sostenibilidad del sistema financiero: sentido e impacto del factor regulatorio*, in *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, 2013, p. 17 ss.

IERMANO G., *I green bond tra incertezze definitorie e nuove prospettive de iure condendo alla luce della recente proposta di Regolamento europeo*, in C. QUIRICI (a cura di), *Gli investimenti socialmente responsabili nell'Unione europea. Dalle origini ai green bond*, Torino, 2022, p. 113 ss.

IMÉNEZ-BLANCO D., *La confianza de los inversores: elementos determinantes*, *Mercados financieros. Nuevas experiencias*, in *Revista Colegio de Economistas*, 2004, p. 18 ss.

IÑIGUEZ ORTEGA P., *Los deberes de información de las entidades comercializadoras de servicios financieros «MiFID» II como medio de protección del inversor no profesional*, in *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2017, p. 229 ss.

IRTI N., *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 2004.

YZQUIERDO TOLSADA M., *Sistema de responsabilidad civil, contractual y extracontractual*, Madrid, 2001.

JEVONS W.S., *The Theory of Political Economy*, London, 1871 (trad. it. *Teoria dell'economia politica*, Torino, 1952).

JOLLS C., SUNSTEIN C.R., THALER R.H., *A behavioral approach to law and economics*, in *Stanford Law Review*, Vol. 50, 1998, p. 1477 ss.

KENNEDY D., *Form and Substance in Private Law Adjudication*, in *Harv. Law Rev.*, 89, 1685 (1976), p. 1713 ss.

KINGSFORD-SMITH D., DIXON O., *The consumer interest and the financial market*, in *Oxford academic*, 2015, p. 697 ss.

KLABEN M.J., *Split-Recovery Statutes: The Interplay of the Takings and Excessive Fines Clause*, in *Cornell Law Review*, 1994, p. 104 ss.

KOROBIN R., ULEN T., *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, in *California Law Review*, 88, 2000, p. 1051 ss.

KOROBIN R., *What comes after victory for behavioral law and economics?*, in *UCLA School of Law, Law-Econ Research paper*, n. 11-10, marzo del 2011.

LA PORTA S., *I diritti del consumatore fraterno nell'ambito della cooperazione internazionale allo sviluppo. Profili giuspubblicistici del Commercio Equo e Solidale*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2006, p. 835 ss.

LA ROCCA D., *Diritti e denaro. Il valore della patrimonialità*, Milano, 2006.

LACRUZ BERDEJO J.L., *Elementos de derecho civil*, Barcelona, 1987-1988.

LANDA ARROYO C., *Los derechos fundamentales*, Lima, 2017, in part. p. 132 ss.

LANDINI S., *Clausole di sostenibilità nei contratti tra privati. Problemi e riflessioni*, in *Dir. pubbl.*, 2015, p. 616 ss.

LANGBEIN J.H. e POSNER R.A., *Social Investing and the Law of Trust*, in *Michigan L. Rev.*, 1981, p. 72 ss.

LEE A., *Corporate Law, profit maximization and the responsible shareholder*, in *World congress of the international Society for business, economics and ethics*, 2005, *passim*.

LEMBO M., *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Dir. comm. int.*, 2023, p. 63 ss.

LEMMA V., *Informazione finanziaria e tutela dei risparmiatori*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013.

LEMME G., *Attualità della nozione di “cliente della banca”*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, p. 267 ss.

LENER A., *Ecologia, persona, solidarietà: un nuovo ruolo del diritto civile*, in N. LIPARI (a cura di), *Tecniche giuridiche e sviluppo della persona*, Roma-Bari, 1974.

LENER A., *Violazione di norme di condotta e tutela civile dell'interesse all'ambiente*, in *Foro it.*, 1980, V, c. 111.

LENER R. e LUCANTONI P., *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, p. 11 ss.

LENER R., *Dalla formazione alla forma dei contratti sui valori mobiliari (prime note sul «neoformalismo negoziale»)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1990, p. 785 ss.

LENER R., *La “digitalizzazione” della consulenza finanziaria. Appunti sul c.d. robo-advice*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, p. 201 ss.

LENER R., E. RULLI, *La vigilanza sui mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, p. 447 ss.

LENER G., *La meritevolezza degli interessi nella recente elaborazione giurisprudenziale*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, p. 615 ss.

LENZI D., *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca impr. soc.*, 2021, p. 125 ss.

LEPORE A., *Prospettive e limiti dei nuovi modelli finanziari alternativi: il social lending e il crowdfunding*, in D. DI SABATO e A. LEPORE (a cura di), *Sharing economy. Profili giuridici*, Napoli, 2018, p. 61 ss.

LIACE G., *L'investitore irrazionale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, p. 966 ss.

LIACE G., *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, in *Banca impr. soc.*, 2018, p. 445 ss.

LIACE G., *La finanza comportamentale e l'effetto gregge*, in *Riv. dir. risp.*, 2020, p.1 ss.

LIACE G., *Sulle emozioni e le reazioni dell'investitore irrazionale*, in *Giur. comm.*, 2020, p. 140 ss.

LIBERTINI M., *Concorrenza*, in *Enc. dir. Annali*, Milano, III, 2010, p. 240 ss.

LIBERTINI M., *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 1 ss.

LIBERTINI M., *La tutela della concorrenza nell'ordinamento italiano: dal codice civile del 1942 alla riforma costituzionale del 2001*, in *Mon. cred.*, 2015, p. 365 ss.

LINCIANO G., *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail*, in *Quaderni di finanza CONSOB*, n. 66, gennaio 2010.

LIZACANO ALVAREZ J.L., *Información no financiera: luces y sombras de la nueva ley*, in *Revista de la Asociación española de contabilidad y Administración de empresas*, 2019, p. 22 ss.

LLAMAS POMBO E., *De la noción consumidor a la tutela del contratante débil*, in *Práctica derecho daños: Revista de Responsabilidad Civil y Seguros*, 2022, p. 1 ss.

LLAMAS POMBO E., *Las formas de prevenir y de reparar el daño*, Madrid, 2020.

LLAMAS POMBO E., *Contra los daños punitivos*, in L. PRATS ALBENTOSA, G. TOMÁS MARTÍNEZ (coord.), *Culpa y responsabilidad*, Madrid, 2017, p. 669 ss.

LLAMAS POMBO E., *La pretensión de cumplimiento y sus límites*, in A.M. MORALES MORENO (dir.), *Estudios de derechos de contratos*, Madrid, 2022, p. 600 ss.

LLOBET I AGUADO J., *El deber de información en la formación de los contratos*, Madrid, 1996, p. 30 ss.

LONGOBUCCO F., DEPLANO S., *Finanza etica (voce)*, in *Dig. Disc. Priv.*, sez. comm., Milano, 2012.

LÓPEZ ALONSO L., GUILLÉN MONGE P., *Evolución legal en los deberes de conducta y de información en materia de contratación de productos de inversión*, in *Actualidad civil*, 2017, p. 51 ss.

LORENTE AGUILERA J.E., *Sostenibilidad y responsabilidad social corporativa (RSC)*, in J.M. LOPEZ JIMENÉZ e A. ZAMARRIEGO MUÑOZ (a cura di), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, Cizur Menor, 2021, p. 433 ss.

LORENZETTI R., LORENZETTI P., *Diritto ambientale*, Napoli, 2020.

LUPOI A., *Trasparenza e correttezza delle operazioni bancarie e di investimento (note alle Nuove Istruzioni di Banca d'Italia sulla trasparenza)*, in *Contr. impr.*, 2009, p. 1251 ss.

LUSARDI A., MITCHELL O.S., *The economic importance of financial literacy: theory and evidence*, in *Journal of economic literature* 52, 2014, p. 6 ss.

MACCHIAVELLO E., *Una nuova frontiera del settore finanziario solidale: Microfinanza e Peer-to-peer lending*, in *Banca impr. soc.*, 2013, p. 286 ss.

MACCHIAVELLO E., *Possono 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. 189 ss.

MACCHIAVELLO E., SIRI M., *Sustainable Finance and Fintech: Can Technology Contribute to Achieving Environmental Goals? A Preliminary Assessment of «Green FinTech»*, in «*European Company and Financial Law Review*», 19, 1, 2022, p. 128 ss.

MACCHIAVELLO E., *PMI sostenibili ed accesso a fonti alternative di finanziamento: green DLT-based finance e recenti normative europee*, in *Banca impr. soc.*, 2023, p. 523 ss.

MACIOCE F., *Il patrimonio degli enti del terzo settore: dalla politica del non-profit a quella del privato sociale*, in *Aedon*, 2019, p. 216 ss.

MAFFEIS D., *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, p. 77 ss.

MAFFEIS D., *Sostanza e rigore nella disciplina MIFID del conflitto di interessi*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2008, p. 582 ss.

MAFFEIS D., *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, p. 575 ss.

MAFFEIS D., *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in ID. (a cura di), *Swap tra banche e clienti, Le condotte e i contratti* Milano, 2014, p. 19 ss.

MAGATTI M., GHERARDI L., *Sur le renouvellement du capitalisme. Vers un monde «soutenable»?* , in *Revue du Mauss*, 1, 2012, p. 487 ss.

MALO SERISA M. e LOPEZ DIAZ J.C., *Una aproximacion a los aspectos sociales de las finanzas sostenibles*, in J.M^a. LOPEZ JIMENÉZ e A. ZAMARRIEGO MUÑOZ (dir.), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, Cizur Menor, 2021, p. 548 ss.

MALVAGNA U., SCIARRONE ALIBRANDI A. (a cura di), *Sistema produttivo e finanziario post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*, Pisa, 2021.

MARASÀ G., *Le “società” senza scopo di lucro*, Milano, 1984.

MARCHETTI S., *Il risparmio*, in *Riv. trim. acri.*, 2008, p. 21 ss.

MARINO R., *La tutela dell'investitore retail, tra “spinte gentili”, strumenti di public enforcement e rimedi civilistici. Una realtà in continuo divenire*, in *Giust. civ.*, 2023, p. 105 ss.

MAROTTA WURGLER F., *Even More Than You Wanted to Know About the Failures of Disclosure*, in *Law & economics research paper series*, working paper no. 14-38, p. 1 ss.

MARTÍN ACEÑA P., *Desarrollo y modernización del sistema financiero, 1844-1935*, in N. SANCHEZ ALBORNOZ (a cura di), *La modernización económica de España 1830-1930*, Madrid, p. 121 ss.

MARTIN PÉREZ A., *La «despatrimonialización» del derecho civil y la patrimonialidad de la prestación*, in *Revista de derecho privado*, 1986, p. 600 ss.

MARTÍNEZ ESPIN P., *El regimen de transparencia y proteccion del cliente de servicios bancarios*, in *Revista CESCO de derecho de consumo*, 2013, p. 68 ss.

MARTÍNEZ FLORES A., GARCIMARTÍN F., RECALDE CASTELLES F.A., *La Reforma del sistema de postcontratación en los mercados de valores*, Cizur Menor (Navarra), 2017.

MARTÍNEZ PEREZ ESPINOSA A., *Orden EHA 2899/2011, de transparencia y protección del cliente de servicio bancario*, in *Revista derecho bancario y bursátil*, 2011, p. 279 ss.

MATTEI U., *Il conflitto di interessi come categoria ordinante. Interesse di un'ipotesi di lavoro*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, p. 251 ss.

MATTEI U., *Il diritto soggettivo*, in G. ALPA, G. GRAZIADEI, G. GUARNERI, U. MATTEI e R. SACCO (a cura di), in *Trattato Sacco*, Torino, 2001.

MAUGERI M., *Informazione non finanziaria ed interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 992 ss.

MAZZA M., *Diritto ambientale ed energie rinnovabili in Cina*, in *Riv. quad. dir. amb.*, 2016, p. 231 ss.

MAZZAMUTO C., *Il mutuo di scopo e le nuove forme di finanziamento pubblico alle imprese*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1983, p. 619 ss.

MAZZAMUTO S., *A proposito del libro di Mario Barcellona «Della causa Il contratto e la circolazione della ricchezza»*, in *Eur. dir. priv.*, 2015, p. 469 ss.

MCDANIELS J., *Implications of the COVID-19 Pandemic for Global Sustainable Finance: an initial framework for response strategies*, in *digitallibrary.un.org*, 2020.

MCHUGH N., SINCLAIR S., ROY M., HUCKFILED L. e DONALDSON C., *Social Impact Bonds: a wolf in sheep's clothing?*, in *Journal of Poverty and Social Justice*, 2013, vol. 21, n. 3, p. 247 ss.

MELI G., *Le comunità energetiche - Le Comunità di Energia Rinnovabile: i diversi modelli organizzativi*, in *Giur. it.*, 2023, p. 2761 ss.

MENDIZÁBAL GALLEGOS J.C., *El concepto de obligacion: como situacion juridica*, in *Revista derecho*, 2015, p. 25 ss.

MENGER C., *Grundsätze der Volkswirtschaftslehre*, Wien, 1871 (trad. it. *Principi fondamentali di economia politica*, Bari, 1925).

MEO G., *Consumatori, mercato finanziario e impresa: pratiche scorrette e ordine giuridico del mercato*, in *Giur. comm.*, 2010, p. 722 ss.

MERUSI F., *Commento all'art. 47 cost.*, in G. BRANCA (a cura di), *Commentario della costituzione*, Bologna-Roma, 1980, p. 156 ss.

MEZZACAPO S., *Commento all'art. 32*, in F. CAPRIGLIONE e V. MEZZACAPO (a cura di), *Codice commentato della banca*, Milano, 1990, I, p. 323 ss.

MEZZANOTTE F.E., *Accountability in EU sustainable finance: linking the client's sustainability preferences and the MiFID II suitability obligation*, in *16.4 Capital Markets Law Journal*, 2021, p. 484 ss.

MEZZASOMA L., *Il «consumatore» acquirente di immobili da costruire fra diritto al risparmio e diritto all'abitazione*, Napoli, 2008.

MEZZASOMA L., *Il consumatore ed il professionista*, in G. RECINTO, L. MEZZASOMA, S. CHERTI (a cura di), *Diritti e tutele dei consumatori*, Napoli, 2014, p. 13 ss.

MEZZASOMA L., *La valutazione del merito creditizio del consumatore*, in E. LLAMAS POMBO, L. MEZZASOMA, U. RANA, F. RIZZO, (a cura di), *La tutela del consumatore nella moderna realtà bancaria (profili internazionali)*, Napoli, 2020, p. 125 ss.

MEZZASOMA L., *Meritevolezza e trasparenza nei contratti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, p. 180 ss.

MEZZASOMA L., *“La nullità di protezione tra violazione di obblighi di legge e abuso del diritto”*, in *Corr. giur.*, 2021.

MICHELETTI M., *Consumer choice as political participation*, in *Statsvetenskaplig Tidskrift*, 2002, p. 218 ss.

MICHELIELI N., *Il risparmio tradito, tra disciplina generale e regole speciali*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2018, p. 571 ss.

MICKILITZ H.M., *Il consumatore: mercatizzato, frammentato, costituzionalizzato*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2016, p. 859 ss.

MICKILITZ H.W., *Squaring the circle? Reconciling consumer law and the circular economy*, in *Revue internationale de droit économique* 2020, p. 112 ss.

MIGNONE C., *Diritti e sostenibilità. una ricostruzione per immagini*, in *Actualidad Jurídica Iberoamericana*, 2021, p. 211 ss.

MIGNONE C., *Finanza alternativa e innovazione sociale: prolegomeni ad una teoria dell’«impact investing»*, in *Benessere e regole dei rapporti civili lo sviluppo oltre la crisi*, Atti del 9° Convegno Nazionale in ricordo di Giovanni Gabrielli 8-9-10 maggio 2014, Napoli, 2015, p. 349 ss.

MIGNONE C., *Finanziarizzazione del welfare e funzione degli atti di autonomia*, in *Rass. dir. civ.*, 2021, p. 580 ss.

MIGNONE C., *Gli accordi di co-progettazione ex art. 55 c.t.s. Ambito operativo, causa, parametri di realizzazione degli interessi*, in *Le Corti Salernitane*, 2022, p. 439 ss.

MIGNONE C., *Homo oeconomicus, homo ecologicus, homo digitalis. Towards a sustainable consumer law*, intervento tenuto presso l’Università del Salento, Lecce 10 maggio 2022, in occasione della Summer School - *Consumer Rights and Europe’s Digital Future*.

MIGNONE C., *Investimento a impatto sociale: etica, tecnica e rischio finanziario*, in *Rass. dir. civ.*, 2016, p. 927 ss.

MIGNONE C., *La sostenibilità in altre parole. divagazioni di un civilista a partire da un esperimento mentale*, in corso di pubblicazione.

MIGNONE C., *Meritevolezza dell’iniziativa, monetizzazione del benessere e nuovi modelli di welfare sussidiario*, in *Rass. dir. civ.*, 2017, p. 115 ss.

MIGNONE C., *Recensione di Delia La Rocca, Diritti e denaro*, in *Rass. dir. civ.*, 2009, p. 1196 ss.

MIGNONE C., *La finanza sociale tra tecnica ed ermeneutica*, in corso di pubblicazione.

MINERVINI E., *Il terzo contratto*, in *Contratti*, 2009, p. 493 ss.

MINERVINI E., *La trasparenza contrattuale*, in *Contratti*, 2011, p. 982 ss.

MÍNGUEZ PRIETO R., *El impacto del marco normativo ESG en las operaciones de financiación crediticia bancaria y en las de los mercados de renta fija*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2022.

MIQUEL GONZÁLEZ J.M., *Reflexiones sobre condiciones generales*, in *Estudios jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, Madrid, 1996.

MIRANDA SERRANO L.M., *El control de transparencia de condiciones generales y cláusulas predisuestas en la contratación bancaria*, in *Indret*, 2018.

MOLLO G., *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.

MOLONEY N., *The investor model underlying the EU’s investor protection regime: consumers or investors?*, in *EBOR*, v. 13, 2012, p. 169 ss.

MONATERI A., *Il risarcimento in forma specifica*, in Tratt. dir. priv. diretto da Bessone, I, *Illecito e responsabilità civile*, Torino, 2005, p. 264 ss.

MONTALENTI P., *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in Rivista ODC, 2016, p. 3 ss.

MONTALENTI P., *L'interesse sociale: una sintesi*, in Riv. soc., 2018, p. 319 ss.

MONTEDURO M., TOMMASI S., *Paradigmi giuridici di realizzazione del benessere umano in sistemi ecologici ad esistenza indisponibile e ad appartenenza necessaria*, in AA. VV., *Benessere e regole dei rapporti civili. Lo sviluppo oltre la crisi*, Napoli, 2015, p. 194 ss.

MORAN B. e ROHLEDER S., *Delivering public service for the future: navigating the shifts*, in Accenture, 2012.

MORERA U., *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in An. giur. econ., 2009, p. 77 ss.

MORERA U., MARCHISIO E., *Finanza, mercati, clienti e regole... ma soprattutto persone*, in An. giur. econ., 2012, p. 41 ss.

MORLINO S., *La product Governance nel regime Mifid 2*, in dirittobancario.it, 2015, p. 8 ss.

MORLUPO P., *Gli obblighi di correttezza, diligenza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati*, in L. DI NELLA (a cura di), *La tutela del consumatore dei servizi finanziari. Applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MIFID*, Napoli, 2007, p. 9 ss.

MOSCO G.D. e FELICETTI R., *Orizzonte temporale e corporate governance sostenibile tra iniziative europee e autodisciplina interna*, in Luiss L. Rev., 2022, p. 64 ss.

MOSCO G.D. e FELICETTI R., *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in An. giur. Econom., 2022, p. 185 ss.

MUÑIZ ESPADA E., *Adquisición de productos financieros y los riesgos de asimetría en la información*, in Revista Crítica de Derecho Inmobiliario, 2013, p. 3032 ss.

MUÑOZ PÉREZ A.M., *Blockchain, criterios ESG y objetivos ODS. Consideraciones sobre las DAOS sostenibles*, in Revista de Derecho del Mercado de Valores, 2022.

MUSELLA M., *Il sovraindebitamento, alcune riflessioni su cause, effetti e possibili rimedi*, in Quest. giust., 2019, p. 286 ss.

NAPOLITANO C., *Il Social Impact Bond: uno strumento innovativo alla ricerca del suo diritto*, in M. FRANCESCA, C. MIGNONE (a cura di), *Finanza di impatto sociale strumenti, interessi, scenari attuativi*, Napoli, 2018, p. 153 ss.

NATOLI R., *La protezione del cliente finanziariamente analfabeta tra irrazionalità del mercato e paternalismo liberale*, in AA.VV., *La tutela dei soggetti deboli tra diritto internazionale, dell'Unione Europea e diritto interno*, Roma, 2012, p. 166 ss.

NATOLI R., *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012.

NAVARRO FRÍAS I., *De sesgos y retrocesiones: MiFID II y las nuevas perspectivas de protección del inversor*, in Revista de Derecho del Mercado de Valores, 2018, p. 2 ss.

NAZZARO A.C., *Obblighi di informare e procedimenti contrattuali*, Napoli, 2000.

NICHOLLS A., NICHOLLS J., PATON R., *"Measuring Social Impact"*, in A. NICHOLLS, J. EMERSON, R. PATON (a cura di), *Social Finance*, Oxford, 2015.

NICITA A., SCOPPA E., *Economia dei contratti*, Roma, 2005.

NICOLUSSI A., *I consumatori negli anni settanta del diritto privato. una retrospettiva problematica*, in Europa dir. priv., 2007, p. 901 ss.

NIETO MARTÍN A., DOPICO GÓMEZ ALLER J., MUÑOZ DE MORALES M., *Observaciones al Anteproyecto de Ley protección de derechos humanos, de la sostenibilidad y de la diligencia debida en las actividades empresariales*, in blog.uclm.es/repmult.

NIGRO A., *La nuova regolazione dei mercati finanziari: i principi di fondo delle direttive e del regolamento MIFID*, in S. ADAMO, E. CAPOBIANCO, P. A. CUCURACHI (a cura di), *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, Napoli, 2010, p. 41 ss.

NONNE L., *Il microcredito solidale: profili tipologici e proposte disciplinari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, p. 49 ss.

NOVAL J., *Principios básicos de la regulación del «equity crowdfunding»*, in *Revista de derecho mercantil*, 2018, p. 10 ss.

NUSSBAUM M., *The Costs of Tragedy: Some Moral Limits of Cost-Benefit Analysis*, in 29 *Journal of Legal Studies*, 2000, p. 1005 ss.

NUZZO M. (a cura di), *Il principio di sussidiarietà nel diritto privato*, Torino, 2014.

NUZZO M., *Società fiduciarie: un progetto di riforma*, in *Dir. banc.*, 1988, p. 172 ss.

OLMOS GILARRANZ C. e ESPAÑA SEIJAS R., *El Banco de España y la educación financiera*, in M. CUENA CASAS e J. IBAÑEZ JIMENEZ (coord.), *Perspectiva legal y económica del fenómeno FinTech*, 1ª ed., Madrid, 2021, p. 765 ss.

OPPO G., *Iniziativa economica e libertà di pensiero*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, p. 509 ss.

ORDUÑA MORENO F.J., *Control de transparencia: caracterización, alcance y concreción de la figura. Doctrina jurisprudencial aplicable*, in AA. VV., *Control de transparencia y contratación bancaria*, Valencia, 2016, p. 64 ss.

ORDUÑA MORENO F.J., SANCHEZ MARTIN C., *La transparencia como valor del cambio social: su alcance constitucional y normativo*, Cizur Menor, 2018.

ORLANDI M., *Strategie ESG e impatti sul Modello di business per un investitore istituzionale*, in *Amministrazione & Finanza*, 2022, p. 55 ss.

OWEN D.G., *A punitive Damages Overview: Functions, Problems and Reform*, in *Punitive Damages (Symposium)*, 39 *Villanova Law Review*, 1994, p. 353 ss.

PACCES A.M., *Financial intermediation in the securities markets. Law and economics of Conduct of business regulation*, in 20 *Int. l. rev. law and econ.*, 2000, p. 480 ss.

PACCHIONI A., *Appendice I della traduzione di F. C. Von Savigny, Le Obbligazioni*, Torino, v. I, 1912-15, appendice I, p. 527 ss.

PADOA SCHIOPPA T., *Governo dell'economia e contesto europeo*, in *Il Mulino/Europa*, 1994.

PAGLIANTINI S., *Il consumatore "frastagliato" (Istantanee sull'asimmetria contrattuale tra vicende circolatorie e garanzie)*, Pisa, 2021.

PAGLIARIN C., *Le radici costituzionali della tutela del risparmio*, in *Banca impr. soc.*, 2021, p. 33 ss.

PALMIERI M., *L'interesse sociale: dallo shareholder value alle società benefit*, in *Banca impr. soc.*, 2017, p. 205 ss.

PANUCCIO V., *Le dichiarazioni non negoziali di volontà*, Milano, 1966, in part. p. 133 ss.

PARDOLESI R., *Prefazione*, in G. COLANGELO, *L'abuso di dipendenza economica tra disciplina della concorrenza e diritto dei contratti. Un'analisi economica e comparata*, Torino, 2004, p. XIII ss.

PARACAMPO M.T., *Fintech e il mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, in ID., *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017, p. 9 ss.

PASI G., *I social impact bond: nuovi schemi negoziali tra misurazione dell'impatto e finanza strutturata*, in F. MAINO e M. FERRARA (a cura di), *Secondo rapporto sul secondo welfare in Italia*, Centro di Ricerca e Documentazione Luigi Einaudi, 2015, p. 331 ss.

PASI G., *Il mito delle metriche. Impact investing: perché una presentazione quantitativa di un valore conta, ma anche un po' di relativismo non fa male*, 25 giugno 2015, in secondowelfare.it.

PASSINHAS S., *A propósito das práticas comer ciais desleais: contributo para uma tutela positiva do consumidor*, in *Actas colóquio práticas comerciais desleais*, Coimbra, 2017, p. 107 ss.

PAZ CANALEJO N., *Comentario sistemático a la Ley 5/2011, de Economía Social*, Valencia, 2012.

PEINADO GARCÍA J.I., *La sostenibilidad de la sociedad mercantil y la diligencia de los administradores*, in O. PERALTA, G.A. GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, C. BENCHERTRIT (a cura di), *Derecho de sociedades: cuestiones sobre órganos sociales*, Comares, 2019.

PEINADO GRACIA J.I., *Sostenibilidad y deber de diligencia La sostenibilidad y el deber de diligencia de los administradores: Una primera reflexión sobre la sostenibilidad de la sociedad mercantil y la responsabilidad por falta de diligencia de los administradores*, in *Revista de derecho mercantil*, 2019, p. 1 ss.

PENNASILICO M., *Contratto ecologico e conformazione dell'autonomia negoziale*, in *Giust. civ.*, 2017, p. 809 ss.

PENNASILICO M., *Sviluppo sostenibile e "contratto ecologico": un altro modo di soddisfare i bisogni*, in ID. (a cura di), *Contratto e ambiente. L'analisi "ecologica" del diritto contrattuale (Atti dell'omonimo Convegno – Bari, 22-23 ottobre 2015)*, Napoli, 2016, p. 287 ss.

PENNASILICO M., *Sviluppo sostenibile, legalità costituzionale e analisi 'ecologica' del contratto*, in *Pers. merc.*, 2015, p. 40 ss.

PENNASILICO M., *La causa negoziale oltre il pensiero di Emilio Betti*, in G. PERLINGIERI e L. RUGGERI (a cura di), *L'attualità del pensiero di Emilio Betti a cinquant'anni dalla scomparsa*, v. II, Napoli, 2019, p. 781 ss.

PENNASILICO M., *Dal "controllo" alla "conformazione" dei contratti: itinerari della meritevolezza*, in *Contr. impr.*, 2020, p. 823 ss.

PÉREZ BENÍTEZ J.J., *El capitalismo iluminado. La propuesta de directiva sobre diligencia debida en materia de sostenibilidad*, in *Diario La Ley*, 2022.

PÉREZ BENÍTEZ J.J., *La responsabilidad de los administradores sociales en el contexto de la reestructuración preventiva*, in *Almacén de Derecho*, 15 maggio 2021, disponibile in almacenederecho.org.

PEREZ CABALLO A., *La protección de los inversores y la transparencia*, in J.M. BENEYTO, A. MARTINEZ ECHEVARRIA (a cura di), *El espacio financiero único en la Unión Europea*, Madrid, 2005, p. 676 ss.

PERLINGIERI G., «Sostenibilità», ordinamento giuridico e «retorica dei diritti». A margine di un recente libro, in *Foro nap.*, 2020, p. 101 ss.

PERLINGIERI G., *L'inesistenza della distinzione tra regole di validità e regole di comportamento*, Napoli, 2013.

PERLINGIERI G., *Il controllo di meritevolezza degli atti di destinazione ex art. 2645 ter*, in *Notariato*, 2014, p. 54 ss.

PERLINGIERI G., *Alla ricerca del «giusto rimedio» in tema di certificazione energetica. A margine di un libro di Karl Salomo Zachariae*, in *Rass. dir. civ.*, 2011, p. 661 ss.

PERLINGIERI P., *Nuovi profili del contratto*, in *Rass. dir. civ.*, 2000, p. 436 ss.

PERLINGIERI P., «Depatrimonializzazione» e diritto civile, in *Rass. dir. civ.*, 1983, p. 1 ss.

PERLINGIERI P., in F. PEDRINI, P. PERLINGIERI, *Colloquio su (Scienza del) Diritto e Legalità costituzionale. Intervista al Prof. Pietro Perlingieri (Napoli, 27 giugno 2017)*, in *Rass. dir. civ.*, 2017, p. 1151 ss.

PERLINGIERI P., *Interesse non patrimoniale e contratti*, in *Annali fac. econ. Benevento*, 2012, p. 27 ss.

PERLINGIERI P., *Intervento*, in G. VETTORI (a cura di), *Persona e mercato. Lezioni*, Padova, 1996 p. 107 ss.

PERLINGIERI P., *La personalità umana nell'ordinamento giuridico*, Napoli, 1972.

PERLINGIERI P., *La tutela del consumatore tra normative di settore e codice del consumo*, in G. CAVAZZONI, L. MEZZASOMA, V. RIZZO (a cura di), *Il diritto dei consumi: realtà e prospettive*, Napoli, 2008, p. 15 ss.

PERLINGIERI P., *Le ragioni del mercato e le ragioni del diritto dalla Comunità economica europea all'Unione europea*, in G. DALLA TORRE (a cura di), *Studi in onore di Giovanni Giacobbe*, Milano, 2010, p. 12 ss.

PERLINGIERI P., *Mercato, solidarietà e diritti umani*, in *Rass. dir. civ.*, 1995, p. 101 ss. (ora in *Il diritto dei contratti fra persone e mercato. Problemi di diritto civile*, Napoli, 2003, p. 239 ss.).

PERLINGIERI P., MESSINETTI E., sub. Art. 2, in AA. VV., *Commento alla costituzione*, Napoli, 2001, p. 10 ss.

PERLINGIERI P., *Persona, ambiente e sviluppo*, in M. PENNASILICO (a cura di), *Contratto e ambiente. L'analisi "ecologica" del diritto contrattuale*, Napoli, 2016, p. 231 ss.

PERLINGIERI P., *Produzione, beni e benessere. Crescita, benessere e rapporti civili. Lo sviluppo oltre la crisi*, Atti SiSdiC del 9° Convegno Nazionale in ricordo di Giovanni Gabrielli, Napoli, 2014.

PERLINGIERI P., *Relazione conclusiva*, in P. D'ADDINO, SERRAVALLE (a cura di), *Mercato ed etica*, Napoli, 2009, p. 217 ss.

PERLINGIERI P., *I mobili confini dell'autonomia privata*, in ID., *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2003, p. 20 ss.

PERLINGIERI P., *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, Napoli, 2020.

PERLINGIERI P., *La tutela del consumatore nella Costituzione e nel Trattato di Amsterdam*, in ID. e E. CATERINI, *Il diritto dei consumi*, I, Napoli, 2005, p. 10 ss.

PERLINGIERI P., *Rimedi e modello sociale europeo*, in G. VETTORI (a cura di), *Remedies in contract the common rule for a European law*, Padova, 2008, p. 205 ss.

PERLINGIERI P., *Il «giusto rimedio» nel processo civile*, in *Giusto proc. civ.*, 2011, p. 1 ss.

PERNICE C., *Commento all'art. 111 bis t.u.b.*, in S. BONFATTI (a cura di), *Commentario al Testo Unico Bancario. D.lgs. 385/1993*, Milano, 2021, p. 655 ss.

PERRONE A., CARDANI A., *Servizi di investimento e finanza sostenibile. le conseguenze non volute della recente disciplina europea*, in AA. VV., *La regolamentazione finanziaria: problemi aperti*, Milano, 2022, p. 89 ss.

PERRONE A., *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, p. 372 ss.

PERRONE A., *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, p. 1 ss.

PERSIA S., *Profili contrattuali dello sviluppo ecologico: dalle locazioni ai mutui verdi*, in G. ROSSI, M. MONTEDURO (a cura di), *L'ambiente per lo sviluppo. Profili giuridici ed economici*, Torino, 2020, p. 129 ss.

PERULLI A., *Brevi note sulla certificazione di conformità sociale dei prodotti*, in *Dir. relaz. ind.*, 2000, p. 27 ss.

- PEZZUTO E., RAZZANTE R., *MiFID II: le novità per il mercato finanziario*, Torino, 2018.
- PILAJ H., *The Choice Architecture of Sustainable and Responsible Investment: Nudging Investors Toward Ethical Decision-Making*, in *J Bus Ethics*, 2017, p. 750 ss.
- PILEÑO MARTINEZ C., *La proteccion del inversor en el programa de notas a medio plazo*, Spagna, 2018, p. 370 ss.
- PINESCHI L., *Tutela dell'ambiente e assistenza allo sviluppo: dalla Conferenza di Stoccolma (1972) alla Conferenza di Rio (1992)*, in *Riv. giur. amb.*, 1994, p. 494 ss.
- PITRUZZELLA G., *L'attività dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato nei settori bancario-finanziario-assicurativo*, testo della Audizione dinanzi alla Commissione Finanze del Senato della Repubblica - 18 sett. 2018.
- PIOVERA G., *L'incidenza della legge antitrust nel settore bancario. Profili esegetici*, in *Giur. it.*, 1992, p. 188 ss.
- PIRO E., *Tutela del consumatore e terzo contratto*, Roma, 2013.
- PLAIA A., *La garanzia convenzionale nella vendita al consumo*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, p. 10155 ss.
- POLACCO A., *Le obbligazioni nel diritto civile italiano*, 2^a ed., Roma, 1898.
- POLIDORI S., *Investimento ad alto rischio e tutela del cliente: nullità per immeritevolezza della causa dell'operazione*, in *Foro nap.*, 2015, p. 523 ss.
- POLIDORI S., *Il controllo di meritevolezza sugli atti di autonomia negoziale*, in G. PERLINGIERI e M. D'AMBROSIO (a cura di), *Fonti, metodo e interpretazione. Primo incontro di studi dell'Associazione dei Dottorati di Diritto Privato*, Napoli, 2017, p. 391 ss.
- POLIDORI S., *L'incidenza della dottrina sulla giurisprudenza nell'appalto: proporzionalità, ragionevolezza e «giusto rimedio» nella soluzione dei problemi applicativi*, in *Rass. dir. civ.*, 2016, p. 569 ss.
- POLIDORI S., Sub art. 1418, in G. PERLINGIERI (a cura di), *Codice civile annotato con la dottrina e la giurisprudenza*, IV, 1, Napoli, 2010, p. 1021 ss.
- POLIDORI S., *Meritevolezza e liceità dell'atto di autonomia: ricadute attuali di una questione antica*, in corso di pubblicazione.
- PORZIO M., *Commentario della legge 28 dicembre 2005, n. 262 e del d.lg. 29 dicembre 2006, n. 303*, in A. NIGRO e V. SANTORO (a cura di), *La tutela del risparmio*, Torino, 2007, p. 111 ss.
- PORZIO M., *La banca etica*, in AA.VV., *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, p. 2193 ss.
- POSNER R., *Behavioral law and economics: A critique*, in *Economic Education Bulletin*, v. 8, 2002, p. 2 ss.
- POTHIER J.R., *Trattato delle obbligazioni*, Trad. it. Napoli, 1842.
- PUGLIATTI S., *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965.
- PUGLIATTI S., *Esecuzione forzata e diritto sostanziale* (1935), rist. Camerino, 1978, in part. p. 23 ss.
- PUGLIATTI S., *Il conflitto di interessi tra principale e rappresentante*, in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, p. 87 ss.
- PUIG PEÑA F., *Compendio de Derecho Civil*, Pamplona, 1979.
- PULITINI F., *Quante analisi economiche del diritto? Riflessioni su Yale e Chicago*, in *Merc. conc. reg.*, 2003, p. 141 ss.
- PURPURA L., *L'evoluzione "fiduciaria" dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione di servizi di investimento alla clientela al dettaglio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, p. 222 ss.
- QUADRI E., *Trasparenza nei servizi bancari e tutela del consumatore*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2011, p. 93 ss.

QUADRI S., *Nuovi orizzonti per una finanza realmente sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, p. 425 ss.

QUARANTA A., *Come finanziare strutturalmente lo sviluppo sostenibile? Gli ESG e il nuovo modello di governance*, in *Amb. svil.*, 2022, p. 31 ss.

QUARANTA A., *La comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: la nuova disciplina colpisce nel segno*, in *Amb. svil.*, 2017, p. 5 ss.

QUARANTA A., *La retorica green e le comunicazioni ingannevoli: il greenwashing per la prima volta al vaglio del giudice di merito*, in *Amb. svil.*, 2022, p. 403 ss.

QUARTA A., *Per una teoria dei rimedi nel consumo etico. La non conformità sociale dei beni tra vendita e produzione*, in *Contr. impr.*, 2021, p. 524 ss.

RABE B., *The constitutionality of split-recovery punitive damage statutes: good policy but bad law*, in *Utah Law Review*, 2008, p. 333 ss.

RABITTI BEDOGNI C., *Patrimoni dedicati*, in *Riv. not.*, 2002, p. 1125 ss.

RABITTI BEDOGNI C., Sub. Art. 21, in EAD. (a cura di), *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998.

RABITTI M., *Il danno non patrimoniale da inadempimento contrattuale*, in *Resp. civ. prev.*, 2004, p. 340 ss.

RABITTI M., *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, p. 156 ss.

RABITTI M., *La qualità di "consumatore-cliente" nella giurisprudenza e nelle decisioni dell'arbitro bancario finanziario*, in *Contr. impr.*, 2014, p. 201 ss.

RANDAZZO R., *Social Impact Bond: un nuovo strumento per la finanza sociale*, in *Enti non profit*, 2011, p. 38 ss.

RECALDE CASTELLS A., *Acotación del Derecho de los mercados de "valores" e "instrumentos financieros" en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)*, in *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2010, p. 35 ss.

REICH N., *Il consumatore come cittadino – il cittadino come consumatore: riflessioni sull'attuale stato della teoria del diritto dei consumatori nell'Unione Europea*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2004, p. 345 ss.

REIS N., *Responsabilidade civil aquiliana do intermediário financeiro – mito ou realidade?*, in *Revista de Direito das Sociedades*, 2017, p. 781 ss.

RENZULLI V., *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2015, p. 346 ss.

RENZULLI V., *La rilevanza della negligenza dell'investitore tra effettività della tutela e violazione delle regole di condotta*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, p. 410 ss.

RESCIGNO P., *Per una rilettura del codice civile*, in *Giur. it.* 1968, IV, p. 244 ss.

RESCIGNO U., *Riflessioni di un giurista intorno alla moneta*, in *Lo Stato*, 2014, p. 49 ss.

RESTA G., *Gratuità e solidarietà: fondamenti emotivi e "irrazionali"*, in AA. VV., *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, 2014, p. 121 ss.

REURINK A., *Financial Fraud: A Literature Review*, in *MPIfG Discussion Paper*, No. 16/5, Max Planck Institute for the Study of Societies, Cologne, p. 1308 ss.

RICCIUTO V., *La tutela dell'investitore finanziario. Prime riflessioni su contratto, vigilanza e regolazione del mercato nella c.d. Mifid II*, in V. TROIANO, R. MOTRONI (a cura di), *La Mifid II. Rapporti con la clientela - regole di Governance - mercati*, Milano, 2016, p. 7 ss.

RIDRUEJO E., *El sistema bancario español*, in *Moneda y crédito*, 1954, n. 51, p. 35 ss.

RIGANTI F., *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, in *An. giur. econ.*, 2022, p. 326 ss.

RIGANTI F., *Sostenibilità non finanziaria, "sana e prudente gestione" e governo societario delle banche. "arlecchino" nel c.d.a.? (note a margine di un convegno sull'isola di Capri)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, p. 335 ss.

RINCÓN OROZCO C.D., OSPINA HERRERA C.A., CARVAJAL OROZCO J.G., *Crítica a la ética empresarial y a la responsabilidad social empresarial desde Nietzsche*, in *Discusiones filosóficas*, 2019, p. 147 ss.

RISPOLI FARINA C., voce *Mutuo di scopo*, in *Dig. disc. priv.*, XI, Torino, 1994, p. 561 ss.

RIZZELLO S., SPADA A., *Behavioral finance e finanza cognitiva*, in R. CATERINA (a cura di), *I fondamenti cognitivi del diritto*, Milano, 2008, p. 69 ss.

RIZZO V., *Fonti delle obbligazioni fra tipicità, atipicità e giudizio di meritevolezza*, in F. RUSCELLO (a cura di), *Studi in onore di Davide Messinetti*, Napoli, 2008, p. 819 ss.

RIZZO V., LLAMAS POMBO E., MEZZASOMA L., BERTI DE MARINIS G. (a cura di), *Il consumatore e la normativa emergenziale ai tempi del covid-19*, Napoli, 2021.

RIZZO V., *Trasparenza e « contratti del consumatore » (la novella al c.c.)*, Napoli, 1999.

ROBUSTELLA C., *La tutela rafforzata dell'investitore nella MIFID II*, in *Juscivile*, 2019, p. 50 ss.

ROBUSTELLA C., *Misure preventive e restitutorie nell'ambito della Vigilanza di tutela*, in corso di pubblicazione.

ROCA TRIAS E., *Derecho de daños. Textos y materiales*, Valencia, 2000.

RODRÍGUEZ HERRER M.E., *La supervisión de los mercados de valores en España. El papel de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como órgano de control*, in *Revista Española de Control Externo*, 2016, p. 13 ss.

RODRIGUEZ MASEDA J.C., *Las operaciones bancarias y la proteccion del cliente*, in A.B. CAMPUZANO LAGUILLO, F. CONLLEDO LANTERO E R.J. PALOMO ZURDO (a cura di), *Los mercados financieros*, Valencia, 2017, p. 693 ss.

RODRÍGUEZ P., *Los principios de sostenibilidad y los mercados de valores*, in F. URÍA FERNÁNDEZ (a cura di), *La regulación del mercado de valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, Spagna, 2020.

ROJAS ELGUETA G., *La correzione del mercato e la tutela del consumatore nell'approccio behavioral*, in *Annuario di Diritto dell'energia*, 2015, Bologna.

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA C., *La normativa de protección al consumidor como vía de tutela del cliente inversor*, in *Práctica de Derecho de Daños*, 2015, p. 3 ss.

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA C., *Las normas de relación con la clientela en el mercado de valores*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2023.

ROMANI F., *Pensiero economico, pensiero giuridico e concorrenza*, in N. LIPARI e I. MUSU (a cura di), *La concorrenza fra diritto ed economia*, Milano, 2000.

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA C., *El contrato de gestión de carteras de inversión*, Madrid, 2020.

ROPPO G., *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. impr.*, 2005, p. 896 ss.

ROPPO V., *Contratti standard. Autonomia e controlli delle attività negoziali d'impresa*, Milano, 1975.

ROPPO V., *Diritto dei contratti e regolazione del mercato: dalla protezione del consumatore alla protezione del cliente?*, in ID., *Il contratto del duemila*, Torino, 2020.

ROPPO V., *I paradigmi di comportamento nella disciplina del contratto*, in G. ROJAS ELGUETA e N. VARDI, *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, 2014, p. 25 ss.

ROPPO V., *L'utenza dei servizi di pagamento: consumatori? Professionisti? Clienti?*, in A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Armonizzazione europea dei servizi di pagamento e attuazione della direttiva 2007/64/CE*, Milano, 2009.

ROPPO V., *Parte generale del contratto, contratti del consumatore e contratti asimmetrici (con postilla sul «terzo contratto»)*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, p. 683 ss.

ROPPO V., *Prospettive del diritto contrattuale europeo. Dal contratto del consumatore al contratto asimmetrico?*, in *Corr. giur.*, 2009, p. 280 ss.

ROPPO V., *Investimenti in valori mobiliari (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1986, p. 261 ss.

RORDORF R., *Un iter tortuoso per equilibrare posizioni contrattuali asimmetriche*, in *Quest. giust.*, 2011, p. 60 ss.

ROSCONI G., *Etica, responsabilità sociale di impresa e coinvolgimenti degli stakeholder*, in *Impresaprogetto*, 2007, su impresaprogetto.it.

ROSSI CARLEO L., *Consumatore, consumatore medio, investitore e cliente: frazionamento e sintesi nella disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, in *Europa dir. priv.*, 2010, p. 685 ss.

RUCCO F., *La valutazione di impatto sociale nei modelli payment by results*, in M. FRANCESCA e C. MIGNONE (a cura di), *Finanza di impatto sociale*, Napoli, 2018, p. 431 ss.

RUCCO F., *Il welfare come bene comune: estrazione di valore, prospettive di finanziarizzazione e autodifesa della società*, in *Hermes J. Communication*, 2018, 11, p. 29 ss.

RUSSO B., *Commento all'art. 111 t.u.b.*, in S. BONFATTI (a cura di), *Commentario al Testo Unico Bancario. D.lgs. 385/1993*, diretto da G. FALCONE, Pisa, 2021, p. 660 ss.

RUSSO E., *Imprenditore debole, imprenditore-persona, abuso di dipendenza economica e «terzo contratto»*, in *Contr. impr.*, 2009, p. 120 ss.

SAAVEDRA VELAZCO R.E., *Deconstruyendo al homo economicus Una revisión conductual de un paradigma del Law and Economics*, in *Ius et veritas*, 2011, p. 54 ss.

SALENTO A., *Finanziarizzazione dell'economia, disconnessione delle imprese*, in M. FRANCESCA e C. MIGNONE (a cura di), *Finanza di impatto sociale strumenti, interessi, scenari attuativi*, 2018, p. 188 ss.

SALERNO M.E., *L'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle regole di regole di comportamento dell'intermediario finanziario: un ritorno al modello di distribuzione «orientato al prodotto»*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2022, p. 91 ss.

SALIDO VILLATORO J.A., *Sistema de clasificación (taxonomías) relacionados con las finanzas sostenibles*, in J.M^a. LOPEZ JIMENÉZ e A. ZAMARRIEGO MUÑOZ (a cura di), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, Cizur Menor, 2021, p. 877 ss.

SALVATI G., *Obblighi informativi relativi a prodotti qualificati come etici o socialmente responsabili*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, p. 90 ss.

SÁNCHEZ ANDRÉS A., *La articulación conceptual del Derecho del Mercado de Valores: mitos y teorías*, in J.C. SAENZ GARCÍA DE ALBIZU, F. OLEO BANET, A. MARTÍNEZ FLOREZ (coords.), *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Navarra, 2008, p. 166 ss.

SÁNCHEZ ANDRÉS A., *La nueva legislación del Mercado de Valores (Fundamentos económicos y jurídicos para la regulación de la materia)*, Pamplona, 1995.

SÁNCHEZ ANDRÉS A., *La protección del inversor en el mercado de capitales*, in J.C. SAENZ GARCÍA DE ALBIZU, F. OLEO BANET, A. MARTÍNEZ FLOREZ (a cura di), *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Navarra, 2008, p. 539 ss.

SANCHEZ CALERO GUILARTE J., TAPIA HERMIDA A.J., *El abuso de información privilegiada*, in *Revista de derecho bancario y bursátil*, 1987, p. 754 ss.

SÁNCHEZ MONJO M., *El nuevo régimen de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios en la Orden EHA 2899/2011 de 28 de octubre*, in *Revista de derecho de mercado de valores*, 2012, p. 287 ss.

SÁNCHEZ MORENO A.L. e SAINZ DE ROZAS R.R., *¿Cuál es su perfil inversor? Ponga su patrimonio a buen recaudo*, in *La Ley*, 2008.

SÁNCHEZ PACHÓN L.A., *La delimitación de las entidades y organizaciones de la economía social en la próxima ley reguladora del sector*, in *Revista de Economía Social, Pública y Cooperativa*, 66, 2009, p. 61 ss.

SANCHIS PALACIO J.R., *Ética bancaria y banca ética. Dos realidades distintas y posibles*, in *Oikonomics*, 2018, p. 88 ss.

SANGIOVANNI V., *L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid*, in *Corr. giur.*, 2010, p. 1390 ss.

SANTAGATA C., *Mandato. Disposizioni generali*, in *Comm. cod. civ.*, Scialoja-Branca, IV, Bologna-Roma, 1985, p. 98 ss.

SANT EMETERIO J. e RETOLAZA J., *¿Existe espacio para una Banca Ética?*, in *Revista de Relaciones Laborales*, 2003, p. 127 ss.

SANTOCCHI V., *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza*, in E. GABRIELLI - L. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Milano, 2011, p. 303 ss.

SANTOS BRIZ J., *Derecho civil: teoría y practica*, in *Revista de derecho privado*, 1973, p. 30 ss.

SANTOS MIRANDA M. e FERRERA RODRÍGUEZ R., *La banca ética: fundamentos y expansión en Europa*, in *Estrategia Financiera*, 2016, p. 62 ss.

SARCINELLI M., *La Costituzione italiana e la moneta: un incontro mancato*, in *Riv. pol. econ.*, 2006, p. 88 ss.

SARCINELLI M., *La vigilanza sul sistema finanziario: obiettivi, assetti e approcci*, in *62 Moneta e credito*, 2009, p. 150 ss.

SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Discipline e forme di tutela*, Milano, 2004.

SARTORI F., *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, p. 131 ss.

SBORDONE F., *Diritti reali e di credito*, in G. BONILINI, M. CONFORTINI (a cura di), *Codice della proprietà e dei diritti immobiliari*, Milano, 2015, p. 34 ss.

SCAGLIONE F., *Il mercato e le regole della correttezza*, Padova, 2010.

SCALISI V. (a cura di), *Il ruolo della civilistica italiana nel processo di costruzione della nuova europa*, Milano, 2007, in part. p. 48 ss.

SCATTOLA E., *Sostenibilità e sviluppo sostenibile. Evoluzione del concetto*, 2010, Università Ca' Foscari di Venezia.

SCHLESINGER P., *Credito agevolato e mutuo di scopo*, in C. COSTI, M. LIBERTINI (a cura di), *Problemi giuridici delle agevolazioni finanziarie all'industria*, Milano, 1982, p. 273 ss.

SCHNIDER G., *Per un approccio sostanziale alla finanza sostenibile: il greenwashing sotto la lente del rischio di condotta*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, p. 222 ss.

SCHOENMAKER D., SCHRAMADE W., *Principles of Sustainable Finance*, in *Oxford University Press*, 2019.

SCIALOJA V., *Diritto delle Obbligazioni (lez. Diritto romano)*, s.d., Roma, 1889-90.

SCIARRONE ALIBRANDI A. e MACCHIAVELLO E., Sub art. 111 bis, in F. CAPRIGLIONE (dir.), *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2018, p. 1644 ss.

SCIARRONE ALIBRANDI A., *Il servizio di consulenza in materia di investimenti: profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, t. I, Padova, 2010, p. 597 ss.

SCOGNAMIGLIO R., voce *Aspettativa di diritto*, in *Enc. dir.*, v. III, 1958, p. 226 ss.

SCOGNAMIGLIO R., *Liquidazione del danno non patrimoniale*, in *Storia Metodo Cultura*, 2023, p. 139 ss.

SCOTTI CAMUZZI S., *I conflitti di interesse fra intermediari e clienti nella direttiva MIFID*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, p. 123 ss.

SEN A., *Etica ed economia*, trad. it. di S. Maddaloni, Roma-Bari, 1988.

SEN A., *Markets and freedoms: achievements and limitations of the market mechanism in promoting individual freedoms*, in *Oxford Economic Papers*, 45, 1993, p. 519 ss.

SEN A., *On Ethics and Economics*, Oxford, 1987.

SEPE M., *Il risparmio gestito*, Bari, 2000.

SEPE M., *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Studi dedicati a Mauro Giusti, Milano 2021, p. 72 ss.

SEQUEIRA A., GADEA E., SACRISTÁN F., *La contratación bancaria*, Madrid, 2007.

SERRA RODRÍGUEZ A., *La protección del consumidor de productos financieros: el consentimiento informado*, in B. BELANDO GARÍN E B. ANDRÉS SEGOVIA (a cura di), *La supervisión del mercado de valores: la perspectiva del inversor-consumidor*, Navarra, 2017, p. 155 ss.

SERRAO D'AQUINO P., *Obblighi informativi e responsabilità dell'intermediario finanziario. parte ii: valutazione di adeguatezza e di appropriatezza. conflitti di interesse ante e post mifid. Informazioni per i prodotti non negoziati nei mercati regolamentati. obbligo di monitoraggio dei titoli acquistati dal cliente*, in *Giur. mer.*, 2012, p. 1745b ss.

SILVA SANCHÉZ A., *La patrimonialidad de la prestación y la protección del interés no patrimonial (en el derecho romano y en la dogmática jurídica moderna)*, Extremadura, 2001.

SIMON H.A., *Reason in Human Affairs*, Stanford, 1983 (trad. it., *Causalità, razionalità, organizzazione*, Bologna, 1985).

SINOMETTO E., *I contratti di credito*, Padova, 1994.

SIRI M., ZHU S., *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca impr. soc.*, 2020, p. 10 ss.

SMITH A., *The Theory of Moral Sentiments*, 1759 (trad. it. di S. di Pietro, *Teoria dei sentimenti morali*, Milano), 2009.

SOLANA J., *Climate Litigation in Financial Markets: A Typology*, in *Transnational Environmental Law*, 2019, p. 103 ss.

SOLARI L., *Implicazioni organizzative di un approccio multistakeholder*, in *Impresa Sociale*, 1997, p. 44 ss.

SOLÓRZANO GARCÍA, M., GUZMÁN ALFONSO C., SAVALL MORERA T., VILLAJOS GIRONA E., *La identidad de la empresa social en España: análisis desde cuatro realidades socioeconómicas*, in *Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 2018, 92, p. 155 ss.

SPAR BOHERA O., HERRERO MAZARÍO C., *Financiación socialmente responsable y su implementación contractual. Algunas reflexiones*, in *Diario La Ley*, 2020.

STELLA RICHTER M. JR., *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 717 ss.

- STELLA RICHTER M. JR., *Long terminism*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 34 ss.
- STELLA RICHTER M., *Dalle mobili alle nobili frontiere della consulenza finanziaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, p. 165 ss.
- STIGLITZ J., *The End of Neo-liberalism?*, in *Project Syndicate*, July, 7, 2008, in project-syndicate.org/commentary/the-end-of-neo-liberalisme.
- STOLL H., *Vertrauensschutz bei einseitigen Leistungsversprechen*, in *FS Werner Flume*, Bd. I, 1978, pp. 741-773.
- STUMP E. e JOHNSON A.F., *An Examination of Using Social Impact Bonds to Fund Education in Maine*, Portland, 2016, p. 11 ss.
- TAPIA HERMIDA A.J., *Sostenibilidad financiera en el mundo posterior al COVID-19*, in *Revista de derecho bancario y bursátil*, 2020, p. 64 ss.
- TAPIA HERMIDA A.J., *Sostenibilidad financiera. La nueva normativa europea en materia ambiental, social y de gobernanza (ASG) en los servicios financieros: la CNMV publica algunos criterios para su aplicación*, in ajtapia.com/author/admin/, 10 giugno 2021.
- TAPIA GUTIÉRREZ P., *La reparación del daño en forma específica. El puesto que ocupa entre los medios de tutela del perjudicado*, Madrid, 2013, p. 31 ss.
- THALER R.H., *Del homo economicus al homo sapiens*, in *Themis 58 Revista de derecho*, 2010, p. 299 ss.
- THALER R.H., *Misbehaving. La nascita dell'economia comportamentale* (trad. it.), Torino, 2018.
- THALER R.H., SUNSTEIN C.R., *Nudge. Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*, New Heaven, Yale University Press, 2008 (trad. it. *Nudge. La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni su denaro, salute, felicità*, Milano, 2009).
- TOMMASINI S., *Green claim e sostenibilità ambientale. le tutele ed i rimedi apprestati dall'ordinamento contro le pratiche di greenwashing*, in *Dir. fam. pers.*, 2023, p. 858 ss.
- TROIANI V., MOTRONI R., *La Mifid II: Rapporti con la clientela-regole di governance-mercati*, Padova, 2016.
- TROIANO V., *I soggetti operanti nel settore finanziario*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano, 2019, p. 365 ss.
- TRONCI L., *Gli obiettivi "ESG" nella governance delle imprese bancarie: KPI e doppia materialità (Impact e Financial materiality)*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, p. 110 ss.
- TROTTA A. (a cura di), *La sperimentazione di social impact bond: sfide, opportunità e possibili applicazioni alla luce del PNRR*, 2022, disponibile in socialimpactagenda.it.
- TUCCI A., *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, p. 359 ss.
- VALENZUELA GARACH F., *La información en la sociedad anonima y el mercado de valores*, Madrid, 1993, p. 25 ss.
- VALPUESTA GASTAMINZA E., *El cambio de paradigma en la protección del "cliente de productos financieros" [reglamento (UE) PRIIPS y OM 2316/2015]: sujeto protegido y técnica de protección*, in *Revista de derecho bancario y bursátil*, 2019, p. 9 ss.
- VALPUESTA GASTAMINZA E., *El control de incorporación y transparencia de condiciones generales del contrato en los contratos bancarios según la jurisprudencia del Tribunal Supremo*, in L.M. MIRANDA SERRANO, J. PAGADOR LÓPEZ, *Retos y tendencias del Derecho de la contratación mercantil*, Madrid-Barcelona, Buenos Aires, San Paulo, 2017, p. 459 ss.
- VATTIER FUENZALIDA C., *Introducción y noción jurídica de consumidor*, in *Jornadas sobre problemática jurídica de consumo*, Valladolid, 1992, p. 11 ss.
- VELLA F., *La finanza è bella: regole per viverla meglio*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, p. 223 ss.

- VESSIA F., *La responsabilità sociale delle imprese e dei consumatori*, in *federalismi.it*, 2019, p. 4 ss.
- VETTORI G. (a cura di), *Contratto e concorrenza*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, p. 765 ss.
- VETTORI G., *Diritti fondamentali e diritti sociali. Una riflessione fra due crisi*, in *Contr. impr.*, 2011, p. 915 ss.
- VETTORI, G. *Contratto e rimedi*, 2021, Padova.
- VETTORI G., *Contratto giusto e rimedi effettivi*, in *Pers. merc.*, 2015, p. 5 ss.
- VILLACORTA HERNÁNDEZ M.Á., *Anteproyecto de Ley por el que se regula el marco de información corporativa sobre cuestiones medioambientales, sociales y de gobernanza como herramienta para adaptar la Directiva 2022/2464*, in *Técnica Contable y Financiera*, 2023.
- VILLAMIL PÉREZ A., *Recientes aportaciones en materia de derecho bancario: el caso Bankia*, in *Revista de derecho bancario y bursátil*, 2016, p. 197 ss.
- VIOLA F. e ZACCARIA G., *Diritto e interpretazione. Lineamenti di teoria ermeneutica del diritto*, Roma-Bari, 2001.
- VISENTINI G., *La disciplina nel conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, p. 456 ss.
- VISENTINI G., *L'evoluzione del sistema finanziario italiano. I problemi attuali*, Milano, 1995, p. 6 ss.
- VISENTINI G., *Risparmio e credito nella costituzione*, in *Enc. Giur.* Treccani, X, Roma, 1988.
- VON JHERING R., *Lo scopo nel diritto* (1877), trad. it. di M. G. Losano, Torino, 1972.
- VON SAVIGNY F.C., *Sistema del diritto romano attuale*, III, § 106, Torino, 1900.
- WESTWAY K., *Beyond Black and White: The New Paradigm of Social Enterprise*, in *New York Univ. J. L. Bus.*, 2013, 9, p. 441 ss.
- ZAMAGNI S., *Dal liberalismo welfarista al welfare sussidiario: la sfida dell'economia civile*, in *I Quaderni dell'Economia Civile*, 2011, rinvenibili in *aicon.it*.
- ZAMAGNI S., *Economia ed etica. La crisi e la sfida dell'economia civile*, Brescia, 2014.
- ZAMAGNI S., BRUNI L., *L'economia civile*, Bologna, 2015.
- ZAMAGNI S., *Terzo settore e costituzionalizzazione del civile*, in *Aretè*, 2011, p. 5 ss.
- ZAMAGNI S., VENTURI P. e RAGO S., *Valutare l'impatto sociale. La questione della misurazione nelle imprese sociali*, in *Riv. impr. soc.*, 2015, p. 83 ss.
- ZAMAGNI S., VENTURI P. e RAGO S., *Valutare l'impatto sociale. La questione della misurazione nelle imprese sociali*, in *rivistaimpresasociale.it*, 2015, p. 7 ss.
- ZATTI F., *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in *AA.VV., Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010, II, p. 1475 ss.
- ZETZSCHE D.A., PREINER C.D., *Scope of the AIFMD*, in D.A. ZETZSCHE (a cura di), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, United Kingdom, 2020.
- ZICCARDI M., *Mutuo di scopo e mancata realizzazione del fine*, in *Rass. dir. civ.*, 2023, p. 593 ss.
- ZOPPINI A., *Le domande che ci propone l'economia comportamentale ovvero il crepuscolo del «buon padre di famiglia»*, in G. ROJAS ELGUETA e N. VARDI (a cura di), *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, 2018, p. 11 ss.
- ZOPPINI A., *Autonomia contrattuale, regolazione del mercato, diritto della concorrenza*, in G. OLIVIERI e A. ZOPPINI (a cura di), *Contratto e Antitrust*, Roma-Bari, 2008.
- ZOPPINI A., *Eccesso di informazione e tutela degli investitori*, in *andrea zoppini.it*.
- ZOPPINI A., *Quattro tesi per una rilettura delle norme sulle fondazioni*, in *Gli enti "non profit" in Italia*, Padova, 1994, in part. p. 61 ss.
- ZUNZ O., *Philanthropy in America: A History*, Princeton, 2011.

ZUNZUNEGUI PASTOR F., *Hacia un estatuto del inversor*, in *Anuario euro-peruano de derecho del comercio*, 2005-2006, p. 21 ss.

ZUNZUNEGUI PASTOR F., *Remedios contractuales a la mala conducta bancaria*, in *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, 2021, p. 28 ss.