

APPROFONDIMENTI

# L'introduzione del sustainability assessment nella valutazione di adeguatezza: la consultazione dell'ESMA

Febbraio 2022

**Dino Abate**, Partner, Atrigna & Partners

**Federico Bonardi**, Atrigna & Partners



**Dino Abate**, Partner, Atrigna & Partners

**Federico Bonardi**, Atrigna & Partners

**> Dino Abate**

Dino Abate è partner dello Studio legale Atrigna & Partners. Iscritto all'Albo degli Avvocati di Milano. Ha prestato servizio per un quinquennio in Banca d'Italia, Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria, dove si è occupato prevalentemente dei profili giuridici connessi allo svolgimento dell'attività di vigilanza su banche, SGR, SIM e IMEL in situazioni di crisi. Ha approfondito lo studio delle recenti innovazioni legislative comunitarie in materia di vigilanza bancaria e finanziaria. Si occupa degli aspetti normativi e operativi legati alla disciplina degli intermediari bancari e finanziari, e, più in generale, di diritto bancario e commerciale.

Studio legale associato

**Atrigna & Partners**

 **Atrigna & Partners**  
STUDIO LEGALE ASSOCIATO

**1. Premesse**

In data 27 gennaio 2022 l'European Securities and Markets Authority ("ESMA") ha avviato una pubblica consultazione <sup>(1)</sup> per emendare gli Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II ("Orientamenti") finalizzata, *inter alia*, a dettagliare i profili di sostenibilità nel relativo processo, coerentemente con le modifiche apportate al Regolamento delegato (UE) 2017/565 ("Regolamento 565") dal Regolamento delegato (UE) 2021/1253 ("Regolamento 1253") <sup>(2)</sup>: il Regolamento 1253, infatti, oltre a introdurre la nozione di "preferenze di sostenibilità" su cui si avrà modo di tornare *infra*, ha altresì modificato l'art. 54 del Regolamento 565 relativo alla valutazione di adeguatezza che gli intermediari sono tenuti ad effettuare quando prestano il servizio di consulenza in materia di investimento (o il servizio di gestione di portafoglio individuale) per prevedere, appunto, che la stessa venga effettuata anche alla luce di tali preferenze <sup>(3)</sup>.

<sup>1</sup> ESMA35-43-869. La consultazione avrà termine il 27 aprile 2022. Le considerazioni svolte nel presente articolo sono dunque soggette alle eventuali (e in parte auspiccate) modifiche che verranno apportate agli Orientamenti ad esito della consultazione stessa; al riguardo si segnala che l'Authority europea ha formulato 23 quesiti per i rispondenti alla consultazione. Si coglierà l'occasione anche per: (i) effettuare un'attività di *fine-tuning* con gli Orientamenti in materia di appropriatezza e mera esecuzione; (ii) integrare le buone e cattive prassi emerse nel *Common Supervisory Action* del 2020; (iii) recepire le modifiche all'art. 25(2) della MiFID II effettuate attraverso il *Capital Markets Recovery Package*. Nel documento si accenna anche ad una revisione imminente degli Orientamenti in materia di *product governance* (coerentemente con le modifiche intervenute alla Direttiva (UE) 593/2017 per integrare il tema della sostenibilità ad opera della Direttiva (UE) 1269/2021), e alla possibile pubblicazione di nuove Q&A.

<sup>2</sup> Ci si riferisce più precisamente al Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva e al Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle imprese di investimento; quest'ultimo è stato pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea in data 21 aprile 2021 e sarà applicabile a decorrere dal 2 agosto 2022.

<sup>3</sup> Si segnala che il 17 febbraio 2021 la Consob ha pubblicato sul proprio sito web un documento per la consultazione volto a modificare la delibera Consob 15 febbraio 2018, n. 20307 ("Regolamento Intermediari") *inter alia* per quanto concerne i profili della finanza sostenibile. In tale documento si fa riferimento al Regolamento 1253 e alla valutazione di adeguatezza, rispetto a quali si legge che "Per quanto concerne le ulteriori modifiche apportate dal regolamento delegato (UE) 2021/1253 al regolamento (UE) 2017/565 di implementazione di MiFID II, tenuto conto della loro diretta applicabilità negli Stati membri, con decorrenza 2 agosto 2022, non sussiste l'esigenza di uno specifico

 [vedi l'articolo online](#)

Come è noto, la valutazione di adeguatezza costituisce uno dei pilastri sui quali si fonda la tutela garantita agli investitori nel quadro della MiFID II<sup>(4)</sup>: in conformità agli obblighi di cui all'art. 25, par. 2 della MiFID II e agli artt. 54 e 55 del Regolamento 565, le imprese di investimento che forniscono servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli<sup>(5)</sup> devono fornire raccomandazioni e/o assumere decisioni d'investimento che siano adeguate rispetto a determinati parametri: più in dettaglio, la valutazione di adeguatezza è svolta dall'intermediario sulla base delle informazioni che esso raccoglie dal cliente riguardo la sua conoscenza ed esperienza in materia di investimenti – e, in particolare, circa lo specifico tipo di prodotto o servizio offerto o richiesto – la sua situazione finanziaria, inclusa la capacità di sostenere le perdite, e i suoi obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio<sup>(6)</sup>.

Con riferimento alle informazioni sugli obiettivi di investimento, tali indicazioni riguardano, ad oggi, elementi riferibili prevalentemente ad obiettivi finanziari (e.g. il periodo di tempo durante il quale il cliente desidera mantenere l'investimento, la sua preferenza circa l'assunzione del rischio, gli scopi dell'investimento) mentre obiettivi di altro tipo, quali le preferenze di sostenibilità (*rectius*: preferenze sui fattori ambientali, sociali e di *governance*), possono essere tenute in considerazione ai fini della valutazione di adeguatezza dell'investimento quale *best practice*<sup>(7)</sup>.

---

*intervento di trasposizione a livello domestico, fatta eccezione per quanto concerne i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria*”.

4 Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE. Il tema dell'adeguatezza, così come quello dell'appropriatezza, è oggetto di attenzione in un'ottica di riforma da parte del legislatore comunitario che, in proposito, il 21 febbraio 2022 ha pubblicato un *Consultation document* relativo alle possibili opzioni per rafforzare le relative valutazioni (v. *“Consultation document. Targeted consultation on options to enhance the suitability and appropriateness assessments”* disponibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2022-suitability-appropriateness-assessments\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2022-suitability-appropriateness-assessments_en)).

5 Per tutti gli altri servizi di investimento è sufficiente la valutazione c.d. di “appropriatezza”, eccezion fatta per il servizio di “mera esecuzione di ordini” (*execution-only*), per la quale non è richiesta all'intermediario/impresa di investimento alcuna specifica valutazione. Per un approfondimento sul tema si rinvia a G. L. GRECO e A. MIORELLI, *Le Linee guida ESMA su appropriatezza e execution-only*, [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), 2022.

6 Cfr. anche l'art. 40, co. 1 del Regolamento Intermediari.

7 Ci si riferisce all'attuale versione degli Orientamenti che, già prima della consultazione in commento, al punto 28 si esprimono nei seguenti termini: *“L'ESMA ritiene che sia una buona prassi per le imprese valutare gli elementi non finanziari al momento della raccolta delle informazioni sugli obiettivi di investimento del cliente e – al di là degli*

Il nuovo art. 54, par. 2, lett. a) del Regolamento 565, viceversa, introduce tra i criteri che devono essere soddisfatti per poter erogare la raccomandazione o realizzare un investimento nell'ambito di una gestione individuale anche le eventuali preferenze di sostenibilità.

## 2. Le preferenze di sostenibilità

All'interno del quadro giuridico così ricostruito, come anticipato, il legislatore comunitario ha previsto che quando i clienti degli intermediari ricevono la consulenza in materia di investimenti o la gestione di portafoglio, esprimano le proprie eventuali preferenze di investimento in termini di sostenibilità, introducendo espressamente tali profili quali elementi da considerare nel valutare l'adeguatezza. Sulla base degli Orientamenti, in sostanza, il “nuovo” processo di valutazione si comporrà di una prima fase, che riproduce la valutazione di adeguatezza secondo i tradizionali criteri oggi vigenti di conoscenza ed esperienza, situazione finanziaria e obiettivi di investimento e poi, di una seconda fase, nella quale verranno considerate, appunto, le preferenze di sostenibilità del cliente. Diventa dunque essenziale, ai fini di comprendere gli Orientamenti posti in consultazione, la nozione in parola.

Le “preferenze di sostenibilità” sono definite esplicitamente nel Regolamento 565 come 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 dei seguenti strumenti finanziari: a) uno strumento finanziario per il quale il cliente o potenziale cliente determina che una quota minima deve essere investita in investimenti ecosostenibili ai sensi dell'art. 2, punto 1, del regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio; b) uno strumento finanziario per il quale il cliente o potenziale cliente determina che una quota minima deve essere investita in investimenti sostenibili ai sensi dell'art. 2, punto 17, del regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio; c) uno strumento finanziario che considera i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità laddove elementi qualitativi o quantitativi comprovanti tale presa in considerazione sono determinati dal cliente o potenziale cliente”*.

Al riguardo si osserva che il perimetro della nozione di “strumenti finanziari” di MiFID II utilizzata nella

---

*elementi elencati al paragrafo 27 – raccogliere informazioni in merito alle preferenze del cliente sui fattori ambientali, sociali e di governance”*.

definizione di “preferenze di sostenibilità” non coincide in modo inequivoco con quella di “prodotto finanziario” del Regolamento (UE) 2019/2088 (“SFDR”) e, *de relato*, del Regolamento (UE) 2020/852 (“Regolamento Tassonomia”)<sup>8</sup>. Il problema sembra non porsi nella analoga definizione di preferenze di sostenibilità in ambito IDD: il Regolamento delegato (UE) 2021/1257 ha infatti modificato il Regolamento delegato (UE) 2017/2359 proponendo una definizione di preferenze di sostenibilità corrispondente a quella utilizzata in ambito MiFID II, ma sostituendo “strumenti finanziari” con “prodotto di investimento assicurativo” (o IBIP); in questo caso, dunque, la normativa risulta coordinata in modo puntuale con le definizioni dell’SFDR, che in proposito include nella nozione di “prodotto finanziario”, appunto, gli IBIP.

Tale disallineamento definitorio nell’ambito MiFID II potrebbe ingenerare incertezze interpretative in relazione a quali strumenti finanziari possano effettivamente essere considerati quando si prova a mappare il perimetro delle preferenze di sostenibilità: se da un lato risulta agevole ricondurre le quote di OICR<sup>9</sup> lo è meno, dal punto di vista letterale, ricomprendere i portafogli gestiti nell’ambito di una gestione individuale, che da un lato rientrano nell’elenco dei “prodotti finanziari” ai sensi dell’SFDR ma, dall’altro, non rientrano nell’elenco degli strumenti finanziari individuato dalla MiFID II.

Per gli intermediari, una volta terminata la consultazione, si renderà dunque necessario incorporare la definizione di preferenze di sostenibilità nei propri processi e procedure di valutazione dell’adeguatezza, effettuando tuttavia a monte una mappatura precisa degli “strumenti finanziari” che vi rientrano.

### 3. La consultazione ESMA

Alla luce di quanto suesposto, l’ESMA ha avviato la consultazione oggetto del presente elaborato al fine di rendere il testo degli Orientamenti coerente con la nuova fisionomia del processo di valutazione di

<sup>8</sup> Si ricorda che, ai sensi dell’SFDR, è “prodotto finanziario”: a) un portafoglio gestito nell’ambito di una gestione di portafoglio individuale; b) un fondo di investimento alternativo (FIA); c) un IBIP; d) un prodotto pensionistico; e) uno schema pensionistico; f) un OICVM; oppure g) un PEPP. (v. art. 2, par. 1, punto 12) del SFDR).

<sup>9</sup> Sebbene la nozione di “prodotto finanziario” di SFDR non faccia riferimento alle quote di OICR, bensì ai “FIA” e agli “OICVM”, sarebbe irragionevole ritenere non inclusi nella nozione di “strumenti finanziari” utilizzata in quella di “preferenze di sostenibilità” i FIA e gli OICVM. Per ulteriori profili relativi a fondi di investimento nella disciplina dell’SFDR e del Regolamento Tassonomia si rinvia a D. ABATE e F. BONARDI, “L’informativa ESG nel caso di fondi comuni di investimento ex art. 8 del Reg. 2088/2019”, *dirittobancario.it*, ottobre 2021 e ai riferimenti ivi contenuti.

adeguatezza che, appunto, include anche il *sustainability assessment*.

Anzitutto, secondo l’orientamento di supporto n. 16, tutti gli intermediari che prestano il servizio di consulenza dovranno spiegare ai clienti e potenziali clienti i termini e le differenze tra i diversi elementi che compongono la definizione di “preferenze di sostenibilità”, nonché cosa si intende per aspetti ambientali, sociali e di *governance*; allo stesso modo, dovranno spiegare le differenze tra gli strumenti finanziari che presentano caratteristiche di sostenibilità con quelli che, al contrario, non le considerano. La spiegazione in parola dovrà essere effettuata in modo chiaro, evitando il ricorso ad un linguaggio “tecnico”<sup>10</sup>.

Una volta fatto comprendere al cliente il concetto di “preferenze di sostenibilità” e le scelte da effettuare in tale contesto, gli intermediari, in attuazione dell’Orientamento di supporto n. 25, dovranno raccogliere le informazioni su tali preferenze, includendo tutti gli aspetti menzionati nella sua definizione. Le informazioni dovranno essere sufficientemente granulari e tali da consentire l’emersione di una corrispondenza tra le preferenze di sostenibilità del cliente e le caratteristiche di sostenibilità degli strumenti finanziari, dando altresì la possibilità di combinare i differenti aspetti della definizione di preferenze di sostenibilità. Nello specifico le informazioni che dovranno essere ottenute dal cliente riguardano: (i) se il cliente abbia o meno preferenze di sostenibilità (SI/NO); (ii) se, e in tal caso in che misura, il cliente abbia preferenze di sostenibilità relative alla lettera a), b) o c) della definizione di preferenze di sostenibilità e se lo stesso abbia una preferenza per una combinazione di uno o più dei tre aspetti (se rilevanti); (iii) nel caso delle lettere a) e b) della definizione di preferenze di sostenibilità, la proporzione minima; (iv) nel caso della lettera c) della definizione di preferenze di sostenibilità, quali principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità (“PAI”) dovrebbero essere considerati, includendo i criteri qualitativi e quantitativi che dimostrino tale considerazione. Tale attività di raccolta di informazioni dovrà essere condotta dall’intermediario adottando un approccio neutrale, che non influenzi le risposte del cliente.

<sup>10</sup> L’esigenza di evitare il ricorso ad un linguaggio tecnico, in concreto, potrebbe risultare di difficile attuazione; questo perché la normativa in commento utilizza definizioni e concetti specifici, che spesso rinviano ad ulteriori nozioni la cui conoscenza è essenziale per poter raggiungere un grado di consapevolezza idoneo all’adozione di una decisione di investimento da parte del cliente.

In termini di processo nella raccolta delle informazioni, l'ESMA propone che venga adottato dagli intermediari un approccio basato su alcuni passaggi specifici<sup>(11)</sup>: (i) in primo luogo, si dovranno raccogliere informazioni sui livelli di aspettativa in termini di sostenibilità del cliente, che si riferiscono a uno o più degli aspetti espressi nelle diverse lettere della definizione di preferenze di sostenibilità (c.d. "aspetto qualitativo delle preferenze di sostenibilità"); (ii) in secondo luogo, si raccolgono informazioni per capire se le preferenze di sostenibilità del cliente su strumenti finanziari di cui alla lettera b) o c) della nozione, ove presenti, siano focalizzate su criteri ambientali, sociali o di *governance*, o una combinazione degli stessi, o se il cliente non ha una focalizzazione al riguardo<sup>(12)</sup>; (iii) in ultimo, le imprese dovranno raccogliere informazioni sulla proporzione minima di strumenti finanziari rientranti nella definizione di cui alle lettere a) o b) della nozione di preferenze di sostenibilità nel caso in cui il cliente abbia richiesto di includere tali strumenti nell'investimento<sup>(13)</sup>; viceversa, nel caso di strumenti finanziari di cui alla lettera c), le informazioni raccolte dovranno coprire i PAI e gli elementi qualitativi e quantitativi menzionati nella definizione: le imprese dovranno testare le preferenze e la propensione per l'integrazione dei PAI con riferimento alle "famiglie di PAI" complessivamente considerate, sulla base di un possibile focus del cliente su aspetti ambientali, sociali o di *governance*, utilizzando le categorie fornite dagli RTS del SFDR (invece che utilizzare un approccio basato su ciascun indicatore PAI) come le emissioni, la performance energetica, l'acqua e i rifiuti, ecc<sup>(14)</sup>.

Venendo alla concreta valutazione dei fattori di sostenibilità, è richiesto agli intermediari di adottare procedure, metodi e strumenti solidi e obiettivi che consentano loro di valutare adeguatamente le diverse caratteristiche e i fattori di rischio pertinenti (quali il rischio di credito, il rischio di mercato, il rischio di liquidità, ecc.) di ciascun prodotto di investimento che possono raccomandare o nel quale

<sup>11</sup> Cfr. sul punto orientamento di supporto n. 26.

<sup>12</sup> Si ritiene che il passaggio in parola non ricomprenda anche la nozione di preferenze di sostenibilità di cui alla lettera a) in quanto, in tale ipotesi, il riferimento al Regolamento Tassonomia non lascia dubbi circa la natura ambientale della preferenza espressa dal cliente.

<sup>13</sup> Se l'impresa decide di raccogliere queste informazioni non in termini di percentuali ma di gamma o dimensioni, questi dovranno essere presentati in modo neutrale al cliente e dovranno essere sufficientemente granulari.

<sup>14</sup> Si ricorda che, alla data in cui si scrive, gli RTS del SFDR sono ancora nello stadio del *Final Report*.

possono investire per conto dei clienti<sup>(15)</sup>.

In questo contesto, gli intermediari dovrebbero valutare attentamente in che modo determinati prodotti potrebbero comportarsi in date circostanze (ad esempio obbligazioni convertibili o altri strumenti di debito soggetti alla direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche, che possono ad esempio convertirsi in azioni). È particolarmente importante valutare il livello di "complessità" dei prodotti<sup>(16)</sup>, che dovrebbe corrispondere alle informazioni del cliente (in particolare per quanto riguarda la relativa conoscenza ed esperienza).

Inoltre, tra le altre cose, gli Orientamenti in consultazione si soffermano sulla necessità per gli intermediari di conservare tutte le informazioni pertinenti, come le informazioni sul cliente (incluse le modalità di impiego e interpretazione delle informazioni per definire il profilo di rischio del cliente) e le informazioni sugli strumenti finanziari raccomandati al cliente o acquistati per suo conto, nonché sulla relazione di adeguatezza trasmessa ai clienti<sup>(17)</sup>.

L'ESMA invita le imprese ad erogare al personale un'apposita formazione riguardo ai temi della sostenibilità e della sua manifestazione all'interno del processo di valutazione dell'investimento. Il personale deve possedere le necessarie conoscenze e competenze per essere in grado di assistere il cliente an-

<sup>15</sup> Sul punto gli Orientamenti non sono chiari nell'individuare la metodologia, in concreto, mediante la quale condurre la valutazione di sostenibilità degli strumenti e, in particolare, sulla base di quali criteri i prodotti dovranno essere raggruppati nelle diverse categorie di strumenti menzionate nella definizione di preferenze di sostenibilità. *Prima facie* si potrebbe ipotizzare l'impiego di *rating* ESG terzi, considerando anche la difficoltà per l'intermediario di catalogare senza ricorso ad *outsourcer* esterni uno strumento finanziario come ecosostenibile. Altresì, si può ipotizzare che prodotti finanziari già qualificati come sostenibili sulla base di altre discipline (e.g. prodotti ex art. 9 SFDR) si presumano sostenibili anche in luogo della valutazione di adeguatezza, senza necessità di un'ulteriore valutazione da parte dell'intermediario.

<sup>16</sup> Secondo gli Orientamenti, sebbene "complessità" sia un termine relativo che dipende da diversi fattori, gli intermediari dovrebbero anche tenere conto dei criteri e dei principi individuati nella direttiva MiFID II nel definire e misurare adeguatamente il livello di complessità da attribuire ai prodotti ai fini della valutazione dell'adeguatezza.

<sup>17</sup> Tali evidenze dovrebbero comprendere: (i) eventuali modifiche apportate dall'intermediario relativamente alla valutazione dell'adeguatezza, in particolare eventuali modifiche al profilo di rischio dell'investimento del cliente; (ii) i tipi di strumenti finanziari adeguati a tale profilo e le ragioni alla base di tale valutazione, nonché eventuali modifiche e relative motivazioni; (iii) le situazioni in cui le preferenze di sostenibilità del cliente sono state adattate, includendo una chiara spiegazione delle ragioni di tale adattamento.

che sui differenti aspetti che riguardano le preferenze di sostenibilità (cfr. Orientamenti di supporto nn. 26 e 104).

Ci si concentra di seguito nell'analisi di una delle novità più significative apportate alla disciplina dell'adeguatezza, ossia l'introduzione del c.d. "sustainability assessment".

#### 4. Sustainability assessment

Una delle novità più significative della nuova valutazione di adeguatezza è data dalla circostanza che le preferenze di sostenibilità, nell'attuale testo in consultazione, debbano essere considerate dalle imprese solo in un secondo momento, cioè dopo aver eseguito una preliminare valutazione di adeguatezza "tradizionale" in conformità ai relativi criteri: una volta individuata la gamma di prodotti adeguati sulla base di tale valutazione, in una seconda fase, dovranno essere identificati i prodotti o la strategia di investimento (nel caso della gestione di portafoglio o della consulenza di portafoglio) che rispettano le preferenze di sostenibilità del cliente (cfr. Orientamento di supporto n. 79). Pur trattandosi di una consultazione, si deve tener conto del fatto che è lo stesso Regolamento 1253 a prevedere nel Considerando n. 8 questa nuova impostazione; si legge infatti che "È necessario chiarire che gli strumenti finanziari che non sono ammissibili in caso di preferenze di sostenibilità individuali possono comunque essere raccomandati dalle imprese di investimento, ma non come rispondenti a tali preferenze. Quando gli strumenti finanziari non soddisfano le preferenze di sostenibilità del cliente o potenziale cliente, quest'ultimo dovrebbe avere la possibilità di adattare le informazioni sulle sue preferenze, in modo da rendere possibile la presentazione di ulteriori raccomandazioni. Al fine di prevenire la vendita impropria e il greenwashing, le imprese di investimento dovrebbero tenere traccia della decisione di adattare tali informazioni e della relativa spiegazione" <sup>(18)</sup>.

A differenza degli altri criteri "tradizionali" propri della valutazione di adeguatezza, inoltre, è prevista la possibilità per il cliente (o potenziale cliente) di adattare le sue preferenze di sostenibilità nel caso in

<sup>18</sup> Si rammenta che uno degli obiettivi primari della normativa in materia di finanza sostenibile è evitare fenomeni di *greenwashing*; sul tema si v. M. MASSIRONI, "Green claim e greenwashing al vaglio della giurisprudenza, dirittobancario.it, febbraio 2022 e S. DAVINI, S. CONTI, C. ORLANDI, e F. CHRISAM, "Eco-mark Era, Green-washing e pubblicità ingannevole", in dirittobancario.it, agosto 2021.

cui, ad esito della valutazione, risultino esserci strumenti adeguati che tuttavia non corrispondano a dette preferenze, in modo tale da renderle coerenti con lo strumento oggetto di raccomandazione. Anche questa previsione costituisce una modifica significativa rispetto all'impostazione fornita dalla MiFID II <sup>(19)</sup>.

Invero, gli intermediari possono raccomandare un prodotto che non soddisfa le preferenze iniziali del cliente in materia di sostenibilità, se lo stesso risulta adeguato e a patto che questi modifichi tali preferenze. Quando ciò avviene deve essere dato atto, nel *report* di adeguatezza, sia dei motivi per i quali l'impresa ritiene di ricorrere a tale possibilità sia della decisione del cliente e, quindi, quando favorevole, dell'avvenuta modifica delle preferenze (cfr. Orientamento di supporto n. 80).

In tale contesto, gli Orientamenti però chiedono che l'impresa rammenti che tale modalità non dovrebbe costituire uno *standard* e che quando un cliente adatta le proprie preferenze di sostenibilità, questo adattamento riguardi solo la valutazione di adeguatezza del prodotto/servizio in questione, non il profilo generale del cliente; in altre parole, la modifica delle preferenze di sostenibilità non comporta una nuova profilatura generale del cliente, ma rileva solo ai fini della specifica raccomandazione considerata (per questo non appare in senso tecnico una "riprofilatura").

Altresì, il cliente può adattare le proprie preferenze in materia di sostenibilità quando l'intermediario non ha nella propria gamma di prodotti e strumenti quelli che potrebbero rispettare tali preferenze. In tali casi, fermo restando l'obbligo di raccolta delle informazioni, quest'ultimo dovrà indicare chiaramente al cliente che, al momento, non possiede prodotti che soddisfano le sue preferenze e dovrà metterlo al corrente della sua facoltà di modificare tali preferenze. Anche in questo caso, l'eventuale adattamento deve essere documentato (cfr. Orientamento di supporto n. 81).

In ultimo, nel caso in cui il cliente non fornisca informazioni sulle preferenze di sostenibilità o dichiari di non avere preferenze sul punto, l'intermediario dovrà considerare il cliente come "neutro rispetto alla sostenibilità" e raccomandare sia strumenti sostenibili che strumenti privi di caratteristiche di soste-

<sup>19</sup> L'istituto pare però differire dalle riprofilature strumentali note alla giurisprudenza per le ragioni che di diranno *infra*. Su tutti in materia si veda A. PERRONE, "La giurisprudenza milanese sul "risparmio tradito": un'analisi quantitativa", *Giur. Comm.*, 2014.

nibilità; in tale caso, l'offerta di prodotti dovrà essere documentata e spiegata al cliente menzionando anche gli aspetti legati alla sostenibilità.

## 5. Conclusioni

La consultazione in commento lascia dubbi in merito alla natura del *sustainability assessment* e a come lo stesso si debba conciliare con la valutazione di adeguatezza per così dire "tradizionale".

In primo luogo, il *sustainability assessment* sembra configurarsi come una valutazione separata, ancorché formalmente ricondotta a unità, rispetto a quella vera e propria di adeguatezza e subordinata al successo della stessa. In altri termini, gli Orientamenti chiariscono che per erogare la raccomandazione dapprima debba svolgersi il test di adeguatezza e solo successivamente, nell'ambito dei possibili titoli che si potrebbero raccomandare in quanto adeguati, andrebbero scelti quelli corrispondenti alle preferenze espresse in materia di sostenibilità (cfr. Orientamento di supporto n. 79).

Ebbene, se sino a questo punto i passaggi sono piuttosto chiari – salvo la circostanza che convivano due *assessment* diversi nell'ambito della medesima valutazione di adeguatezza – la questione interpretativa si complica se ci si pone il problema di che cosa accada nel caso in cui tra i titoli reputati adeguati al cliente non ve ne sia alcuno che incontri le preferenze di sostenibilità da lui indicate.

Formalmente gli Orientamenti sembrano propendere per l'idea che anche le preferenze di sostenibilità facciano parte della complessiva e bloccante valutazione di adeguatezza. Nondimeno, come si è avuto modo di vedere, si prevede la possibilità di superare tale limite ed erogare comunque una raccomandazione al cliente qualora il titolo in questione risulti "*eligible*" ma non rispondente alle esigenze di sostenibilità indicate dal cliente: la possibilità di superare tale potenziale stallo si realizza con l'*escamotage* di consentire al cliente, per ciascuna raccomandazione, di modificare le proprie preferenze di sostenibilità con riferimento alla singola raccomandazione in questione.

Le preferenze di sostenibilità indicate dal cliente appaiono, dunque, formalmente parte della valutazione bloccante dell'adeguatezza al pari delle altre informazioni fornite nell'ambito del relativo questionario, ossia la conoscenza ed esperienza, situazione finanziaria e (altri) obiettivi di investimento; diversamente da esse, tuttavia, le preferenze di sostenibilità possono essere "opportunisticamente"

modificate con riferimento alle singole raccomandazioni, senza necessità di riprofilare il cliente<sup>(20)</sup>, al fine di permettere all'intermediario di consigliare l'investimento in uno strumento finanziario che sarebbe risultato appunto adeguato dal punto di vista tradizionale ma non in linea con le indicazioni fornite in materia di sostenibilità.

Le preferenze di sostenibilità sembrerebbero, quindi, poter essere aggirate mediante deroghe strumentali date dal cliente per singole raccomandazioni.

Tali opportunistiche modifiche alle preferenze di sostenibilità, operativamente, dovranno essere esplicitate nella dichiarazione di adeguatezza predisposta dall'intermediario in relazione a ciascuna raccomandazione; in tale sede, infatti, dovrà essere precisato che il titolo risultava sì "*eligible*" per conoscenza ed esperienza, situazione finanziaria e obiettivi di investimento, ma al contempo non rispondente alle preferenze di sostenibilità indicate inizialmente dal cliente. Andrà inoltre esplicitato, ove l'intermediario intendesse nondimeno procedere con la raccomandazione, che il cliente, reso edotto di tali circostanze, ha ritenuto e deciso con riferimento alla specifica raccomandazione di modificare le proprie preferenze in materia di sostenibilità al fine di renderle congrue rispetto all'investimento che viene in tale sede raccomandato.

Ciò detto, rimane aperto il seguente problema: gli Orientamenti ritengono che l'adattamento opportunistico delle preferenze di sostenibilità in commento non possa costituire la regola generale per operare; se questo *modus operandi* deve essere in qualche modo un'eccezione<sup>(21)</sup>, non si comprende infatti quale debba essere la regola generale da adottare nel caso, per nulla remoto ma che anzi immaginiamo essere soprattutto all'inizio frequente (specie per alcune tipologie di obiettivi di investimento), in cui un titolo risulti "*eligible*" per il cliente ma non rispondente ai requisiti di sostenibilità che egli ha indicato nel questionario. Questo problema, che rimane a ben vedere aperto, discende da un ulteriore tema che andrebbe maggiormente chiarito, ovvero quello della prevalenza degli altri profili di adeguatezza rispetto

<sup>20</sup> Cfr. Orientamento di supporto n. 81 "[...] Where a client adapts the sustainability preferences, this adaptation should only refer to the suitability assessment/investment advice in question and not to the client's profile in general".

<sup>21</sup> "With regards to the possibility for the client to adapt the sustainability preferences referred in Article 54(10) of the MiFID II Delegated Regulation, firms are reminded that this possibility should not be the standard procedure" (cfr. Orientamento n. 81).

alle valutazioni da svolgersi in materia di sostenibilità. Se vi è tra questi due *assessment* una preminenza gerarchica dei primi sul secondo, allora la modifica delle preferenze di sostenibilità dovrebbe poter essere usata ogni qualvolta si ponga il problema e non in via "eccezionale".

In conclusione, risulta opportuno che dalla consultazione emergano degli Orientamenti che sul punto specifico del *trade-off* che si può generare tra adeguatezza "classica" e preferenze di sostenibilità espresse dal cliente: (i) chiariscano la preminenza delle valutazioni svolte in relazione al test di adeguatezza "tradizionale" rispetto a quello sulla sostenibilità; e (ii) modifichino la disciplina del carattere bloccante delle preferenze di sostenibilità o quantomeno facciano luce, diversamente da quanto è scritto oggi, sul fatto che il relativo adattamento possa avvenire senza limiti nel caso in cui un titolo risulti adeguato ma non "sostenibile" e che tale rimedio non debba, dunque, costituire un'eccezione rispetto alla regola generale perché costituisce esso stesso il meccanismo di gestione dell'eventuale conflitto tra preferenze di sostenibilità e tra gli altri indicatori presi a riferimento per compiere la valutazione di adeguatezza.

In aggiunta e sotto altro profilo, è auspicabile che l'ESMA chiarisca se nel fornire le preferenze di sostenibilità nell'ambito di una consulenza c.d. "di portafoglio" il cliente possa/debba anche indicare la percentuale minima di investimenti ESG che egli intende inserire nel proprio portafoglio.


Infine, quale ulteriore considerazione conclusiva, è ragionevole ritenere che diversi intermediari, almeno nella prima fase di attuazione degli Orientamenti, verosimilmente raccoglieranno con favore la scelta del cliente di non manifestare preferenze di sostenibilità: in tal modo gli stessi manterrebbe intatta la gamma di prodotti raccomandabili e potrebbero dunque consigliare sia strumenti sostenibili che strumenti privi di tali caratteristiche.





**DB** non solo  
diritto  
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

---