LUISS

IRIS - Luiss Guido Carli Research Institutional Repository | Catalogo istituzionale della ricerca Luiss Guido Carli

Informativa in materia di sostenibilità e classificazione dei prodotti: prospettive e criticità nella Proposta di revisione del Regolamento 2019/2088

Post-print version of the following publication: | Versione post-print della seguente pubblicazione:

Original Citation/Citazione:
Davola, Antonio. (2024). Informativa in materia di sostenibilità e classificazione dei prodotti: prospettive e criticità nella Proposta di revisione del Regolamento 2019/2088. QUADERNI AMF ITALIA, II:3, 33-38.

Availability/Disponibilità:
This version is available at: 11385/262018 since: 2026-05-17T13:59:18Z - Questa versione è disponibile alla pagina: 11385/262018 dal: 2026-05-17T13:59:18Z

Publisher/Casa editrice:

Published version/Pubblicato:

License/Licenza:
Tutti i diritti riservati

Availability/Termini d'uso:

The terms and conditions for the reuse of this version of the manuscript are specified in the publishing policy. Works made available under a Creative Commons license can be used according to the terms and conditions of said license. For all terms of use and more information see the publisher's website. | I termini e le condizioni relativi al riutilizzo della presente versione della pubblicazione sono disciplinati dalla politica editoriale. Le opere messe a disposizione con licenze Creative Commons possono essere utilizzate conformemente ai termini e alle condizioni previste da tali licenze. Per l'insieme delle condizioni di utilizzo e per ulteriori informazioni si rinvia al sito web dell'editore.

This item was downloaded from IRIS Luiss (https://iris.luiss.it/). When citing, please refer to the published version. | Questo documento è stato scaricato da IRIS Luiss (https://iris.luiss.it/). Per la citazione, fare riferimento alla versione pubblicata sul sito dell'editore.

(Article begins on next page | Il contributo inizia nella pagina successiva)

09 September 2026

AMF ITALIA

ASSOCIAZIONE INTERMEDIARI
MERCATI FINANZIARI

Quaderni AMF Italia

Rivista di informazione
e approfondimento

Anno II Numero 3/2024

Quaderni
AMF Italia

Rivista di informazione e approfondimento

Anno II
Numero 3 - 2024

Direzione

Marco Ventoruzzo *(direttore responsabile)

Gianluigi Gugliotta – Miriam Felici

Comitato scientifico

Marco Ventoruzzo *(coordinatore)*

Andrea Pisaneschi - Andrea Sironi - Enzo Moavero Milanesi - Filippo Annunziata - Luca Rossi - Luisa Torchia

Marco Onado - Paola Severino - Piergaetano Marchetti - Raffaele Lener

Comitato editoriale

Federico Riganti *(coordinatore)*

Riccardo Canossa – Michele Corgatelli – Giulia Schneider

Email redazione: *rivista@amfitalia.org*

I Quaderni AMF Italia ospitano anche contributi di soggetti esterni cui è assicurata la massima autonomia nell'esprimere proprie idee e opinioni in una prospettiva pluralistica. Essi, pertanto, non devono intendersi necessariamente esprimere posizioni condivise dall'Associazione.

** "Iscritto nell'Elenco Speciale dei Direttori Responsabili di periodici o riviste a carattere tecnico, professionale o scientifico annesso all'Albo dei Giornalisti della Lombardia (delibera del 24 aprile 2024)".*

Indice

Editoriali 7

Market abuse, dati empirici e disciplina. di Francesco Mucciarelli 8

Novità regolamentari e giurisprudenziali 13

Le novità relative alla prestazione dei servizi di investimento. La posizione del Consiglio UE su MiFID II. di Matteo Arrigoni e Antonio Savazzi 15

La *Retail Investment Strategy* e la riforma della disciplina MiFID II in materia di *inducement*. di Francesco Del Signore 18

L'applicabilità *ratione temporis* delle politiche retributive in base alla disciplina AIFMD: la sentenza della CGUE nella Causa C-174/23. di Thomaz de Arruda 23

Gli Orientamenti ESMA in materia di sostenibilità e denominazione dei fondi di investimento. di Andrea Cardani 36

La *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*. Alcune riflessioni sulle sfide future per le imprese europee. di Gianpaolo Panetta 30

Informativa in materia di sostenibilità e classificazione dei prodotti: prospettive e crticità nella Proposta di revisione del Regolamento 2019/2088. di Antonio Davola 33

La nuova compliance sulla sicurezza informatica alla luce del *Digital Operational Resilience Act* ("DORA"): tra rivoluzione culturale e nuovo framework regolamentare. di Savino Casamassima 39

La sicurezza economica europea e la digitalizzazione del settore finanziario tra cybersicurezza e resilienza operativa digitale. di Matteo Pignatti 44

Le prospettive dell'intelligenza artificiale nel mercato finanziario e per le autorità di vigilanza. di Maria Antonietta Scopelliti 48

Cenni sui profili strutturali del c.d. Patrimonio Rilancio di Cassa Depositi e Prestiti s.p.a. di Luca Vernero 52

Giurisprudenza 55

Massime a cura di *Iunio Giraudo*.

Angolo fiscale 59

Compliance fiscale: con gli ultimi aggiornamenti si avvicina il momento della scelta. di Patrizio Braccioni 60

Tobin Tax sui trasferimenti di azioni nel contesto di un'OPA: è applicabile l'aliquota ridotta? di Stefano Brunello Dormal e Simone Bertolami 63

Uno sguardo al mercato 67

Una panoramica dei mercati azionari italiani a seguito della migrazione sulla piattaforma Optiq®: scambi, qualità del mercato e sviluppi funzionali. di Euronext 68

Informativa in materia di sostenibilità e classificazione dei prodotti: prospettive e criticità nella Proposta di revisione del Regolamento 2019/2088

di Antonio Davola (Università degli Studi di Bari "Aldo Moro")

1. Il Regolamento 2019/2088: l'informazione al centro della disciplina eurounitaria in materia di finanza sostenibile

La necessità di promuovere la transizione dei mercati verso modelli improntati alla sostenibilità trova, come noto, una propria pietra angolare nella gestione dei processi di circolazione e collocamento dei prodotti finanziari. Questo, alla luce del ruolo abilitante che il mercato finanziario pacificamente riveste nell'allocazione delle risorse economiche e, di conseguenza, del potenziale orientativo che esso manifesta rispetto al dispiegarsi dei fenomeni di mercato.

Alla luce di ciò ben si comprende come, in anni recenti, il mercato finanziario sia stato oggetto privilegiato di attenzione da parte delle istituzioni dell'Unione le quali, a partire dall'emanazione del *Sustainable Finance Action Plan*[1], hanno promosso una strategia normativa ad ampio spettro, volta a funzionalizzare la finanziarizzazione dell'economia a scopi di interesse generale sottesi al raggiungimento dei *Sustainable Development Goals*. A questo processo di ridefinizione possono ricondursi, *inter alia*, il Regolamento Tassonomia[2], la Direttiva 2022/2464/UE (CSRD) in materia di rendicontazione di sostenibilità[3], il Regolamento 2016/1011 sugli indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari e per misurare la *performance* dei fondi di investimento (BMR)[4] nonché le revisioni operate al pacchetto MiFID II e alla Direttiva sulla distribuzione dei prodotti assicurativi (IDD) per tenere conto delle preferenze di sostenibilità espresse dalla clientela nel contesto della distribuzione di prodotti finanziari e assicurativi[5], le modifiche operate alla disciplina degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari[6] (UCITS IV) e alla Direttiva 2011/61 sui gestori di fondi di investimento alternativi.[7]

Se, da un lato, è emersa dunque una tendenza ad introdurre regole strutturali, volte a promuovere l'investimento in prodotti sostenibili, è risultato del pari evidente come tale obiettivo potesse realizzarsi solo all'interno di un quadro operativo nel quale l'investitore fosse pienamente consapevole delle caratteristi-

1. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni. Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, Bruxelles, 8 marzo 2018 COM(2018) 97 final.

2. 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.

3. Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la *rendicontazione societaria di sostenibilità*.

4. Regolamento (UE) 2016/1011 del parlamento europeo e del consiglio dell'8 giugno 2016 sugli *indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento* e recante modifica delle direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE e del regolamento (UE) n. 596/2014.

5. Cfr. Colaert, *Integrating sustainable finance into the MiFID II and IDD investor protection frameworks*, in Alexander, Gargantini, Siri (a cura di), *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance. Regulation, Supervision and Governance*, Cambridge, 2024.

6. Direttiva delegata (UE) 2021/1270 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica la direttiva 2010/43/UE per quanto riguarda i *rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui tenere conto per gli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari*, C/2021/2617.

7. Regolamento delegato (UE) 2021/1255 della commissione del 21 aprile 2021 che modifica il Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 per quanto riguarda i *rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui i gestori di fondi di investimento alternativi debbono tenere conto.*

che dei prodotti parte (effettiva o potenziale) del proprio portafoglio di attività e, di conseguenza, potesse esprimere pienamente le proprie preferenze.
Da ciò è derivata la predisposizione – accanto al nucleo normativo "sostanziale" in materia di investimenti sostenibili – di un *corpus* volto a disciplinare specificamente le modalità e i caratteri degli obblighi informativi connessi all'acquisto e alla promozione di prodotti finanziari ESG. Questo, anche con lo scopo di scongiurare i rischi connessi al *greenwashing* e al *social washing* dei prodotti negoziati, oggetto di ampio riscontro nell'ambito dei processi di negoziazione dei prodotti finanziari.[8]
In questo contesto deve interpretarsi l'emanazione, nel 2019, del Regolamento n. 2088 sull'informativa in materia di sostenibilità (di seguito, *Sustainable Financial Disclosure Regulation*, o SFDR), entrato poi in vigore nel marzo 2021. Obiettivo esplicito del Regolamento era, difatti, accrescere la trasparenza nel settore dei servizi finanziari per quanto riguarda i temi connessi alla sostenibilità, favorendo la consapevolezza nel processo decisionale degli investitori, agevolando questi ultimi nell'identificazione e nel confronto di prodotti finanziari sostenibili e, al contempo, contrastando il fenomeno del *greenwashing* e più in generale la presenza di comunicazioni potenzialmente fuorvianti in merito alla natura (asseritamente o effettivamente) ESG-*compliant* dei prodotti immessi nel mercato finanziario.
Il Regolamento, come noto, ha introdotto una disciplina eterogenea di obblighi di informativa in capo ai partecipanti ai mercati finanziari (in senso ampio) e ai consulenti finanziari (nello specifico), imponendo un generale dovere di divulgare in modo chiaro e comprensibile come i rischi di sostenibilità siano integrati nei processi decisionali e di consulenza – e richiedendo a costoro di illustrare, ove non si tenga conto dei profili di sostenibilità di un prodotto oggetto di negoziazione, le ragioni di tale scelta (cd *comply or explain principle*). Si prevede, inoltre, che l'informativa sia diversificata in quanto riferibile alle caratteristiche del soggetto che promuove l'investimento (*entity level*) o al prodotto che questo offre (*product-level*), in base al momento in cui la comunicazione viene operata, nonché alla luce della finalità che questa persegue. Il Regolamento introduce, in tal senso, obblighi relativi alle informazioni presenti sui siti web dei partecipanti al mercato finanziario, alle comunicazioni utilizzate nell'ambito delle strategie di *marketing,* nonché relativi alle informazioni fornite prima, durante e dopo l'investimento, con particolare attenzione all'informativa periodica. Scopo del complesso di tali oneri è, da un lato, garantire la coerenza tra quanto asserito da un operatore di mercato in fase promozionale e le pratiche effettive di investimento da costui praticate; dall'altro, fornire agli investitori una visione più completa e accurata dei rischi associati ai loro investimenti, non limitandosi ai tradizionali parametri finanziari. Altro aspetto innovativo della SFDR si rinviene nell'introduzione di una classificazione dei prodotti finanziari basata sul loro grado di sostenibilità. Questa categorizzazione, articolata negli articoli 6, 8 e 9 del Regolamento, ha delineato la tassonomia tra prodotti finanziari *brown* (ossia non integranti criteri di sostenibilità) e prodotti sostenibili cd *light* e *dark green* – ossia rivolti, rispettivamente, al perseguimento collaterale/secondaria ovvero in via esclusiva di finalità sostenibili nell'ambito del processo di investimento.
I criteri di massima delineati dalla SFDR sono stati, poi, oggetto di ulteriore specificazione all'interno di un apposito Regolamento delegato (Reg. UE 2022/1288) volto a disciplinare i dettagli circa contenuto e presentazione delle informazioni relative al principio del *Do Not Significant Harm (DNSH)*, il contenuto, le metodologie e il formato di presentazione delle informazioni in merito agli indicatori di sostenibilità utilizzati per la composizione del prodotto e agli effetti negativi per la sostenibilità derivanti dall'investimento nei prodotti negoziati, 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, dando in tal senso sostanza operativa alle indicazioni presenti nella *Sustaianble Finance Disclosure Regulation*.

8. EIOPA, *Final Report on Greenwashing Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies"*, EIOPA-BoS-24-159, 4 giugno 2024, in www.eiopa.europa.eu.

2. Le criticità della *Sustainable Financial Disclosure Regulation*

L'entrata in vigore della SFDR ha dunque segnato l'inizio di un percorso di graduale implementazione delle disposizioni del Regolamento, volto a delineare il perimetro operativo degli obblighi di informazione in materia di sostenibilità e le modalità concrete in cui queste dovevano essere fornite. In tal senso, ampio è stato il ricorso agli strumenti di normazione delegata da parte delle *European Supervisory Authorities* (ESAs), al fine di elaborare *Technical Screening Criteria* e modelli di formulari che consentissero di standardizzare l'informativa così come delineata dal Regolamento.

Già nei mesi successivi a tale data era emersa, tuttavia, un senso di generale incertezza in dottrina e presso i diversi *stakeholders* a vario titolo coinvolti dall'applicazione della disciplina. Si era osservato, *inter alia*, come alcune delle definizioni presenti nel Regolamento – tra le quali la nozione di sviluppo sostenibile e quella del già richiamato principio del *Do Not Significant Harm* – non risultassero, nella pratica, sufficientemente chiare[9]; del pari, il non pieno allineamento con le indicazioni e le soglie presenti nel Regolamento Tassonomia (specialmente considerandosi come anche quest'ultimo sia – ancora oggi – in fase di graduale specificazione) il quale, di contro, dovevano rappresentarne il principale riferimento operativo, sembrava ostare a quella piena armonizzazione del *framework* in materia di finanza sostenibile che aveva costituito la *ratio* delle *Sustainable Action Plan*[10]. Da ultimo, la distinzione tra prodotti *light* e *dark green* era apparsa di difficile declinazione pratica, paventandosi il rischio che i vincoli delineati dal Regolamento, a fronte della loro sostanziale indeterminatezza, potessero paralizzare l'operato degli attori del mercato finanziario portando questi ultimi, nel peggiore dei casi, a non promuovere i propri prodotti ESG per timore di trovarsi involontariamente ad operare in violazione della disciplina, subendo poi significative conseguenze in termini reputazionali (cd. *green-hushing*)[11].

Da ciò, l'inizio di un processo di revisione della SFDR, promosso attraverso il confronto tra la Commissione europea e i diversi esperti di settore a vario titolo condizionati dalla disciplina, e tradottosi nell'apertura di una procedura di consultazione conclusasi nel maggio 2023[12]. G li elementi raccolti nel corso di tale interazione, poi, hanno trovato la propria espressione più significativa nella proposta di riforma della *Sustainable Financial Disclosure Regulation*, presentata nel giugno scorso 2024 attraverso un parere congiunto di EBA, ESMA, ed EIOPA[13] ed attualmente al vaglio delle istituzioni dell'Unione.

3. La proposta di riforma: i contenuti essenziali

Come sottolineato dalle ESAs nel preambolo della Proposta, la necessità di una revisione della disciplina a circa tre anni dalla sua (parziale) entrata in vigore sorge dalla consapevolezza che, nonostante i progressi significativi apportati dal regolamento originale, ad oggi persistono alcune sfide e aree di miglioramento che richiedono un intervento normativo integrativo. Ciò, anzitutto perché le informazioni da fornire agli investitori ai sensi della SFDR risultano nella pratica "complesse per natura e di difficile comprensione, in particolare per gli investitori al dettaglio", come dimostrato dai test sui consumatori condotti dalle Autorità nel corso del biennio 2022-2023[14]. Del pari si è osservato che, sebbene la SFDR fosse stata concepita allo scopo di migliorare la trasparenza in materia di sostenibili, nella pratica le informazioni che questa richiede di fornire sono state utilizzate dagli operatori dei mercati finanziari principalmente allo scopo di

9. Costanzo, *La valutazione di conformità al principio Do Not Significant Harm*, in *Giornale dir. amm.*, 2023, pp. 676 ss.

10. Gortsos, Kyriazis, *The Taxonomy Regulation and Its Implementation*, in Busch, Ferrarini, Grünewald (a cura di), *Sustainable Finance in Europe*, Londra, 2024, pp. 505-561.

11. V. Genovese, *La comunicazione d'impresa sulla sostenibilità e il diritto della concorrenza*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, giugno 2024; e in Lener, Lucantoni, *Sostenibilità ESG e attività bancaria, in Banca borsa tit. cred.*, 2023, 1, p. 6 ss.

12. https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/finance-2023-sfdrimplementation_en#outcome

13. *Joint ESAs Opinion On the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) del 18 giugno 2024, JC 2024 06.

14. https://www.esma.europa.eu/document/final-report-draft-rts-review-pai-and-financial-product-disclosures-sfdr-delegated

classificare i loro prodotti a fini promozionali, utilizzando lo *status* di prodotti "articolo 8" o "articolo 9" (e, dunque, *light* e *dark green*) quale un "marchio di qualità" per la sostenibilità nelle proprie strategie di *marketing*, senza che a queste definizioni si accompagnasse un processo di effettivo chiarimento all'investitore circa i caratteri dei prodotti offerti. In altre parole, si evidenzia come la disciplina del Regolamento, pur integrata dall'intensa attività di disciplina secondaria portata avanti dalle ESAs, risulti allo stato non sufficientemente chiara; ciò rischia tradursi in un sostanziale pregiudizio per gli investitori e per la capacità del mercato di perseguire, nel suo complesso, obiettivi di sviluppo sostenibile.

Alla luce di quanto premesso, un aspetto centrale della Proposta di revisione riguarda anzitutto la chiarificazione e l'armonizzazione delle definizioni e dei criteri di sostenibilità presenti nel Regolamento, al fine di addivenire ad una maggiore precisione terminologica funzionale a evitare interpretazioni divergenti e garantire un'applicazione uniforme delle norme in tutti gli Stati membri. In particolare, si mira a fornire definizioni più dettagliate e operative di concetti chiave come "rischio di sostenibilità" e "fattori di sostenibilità", al fine di ridurre l'ambiguità e agevolare il rispetto della disciplina da parte degli operatori del mercato.

Si propone, in tal senso, di rendere maggiormente stringenti i parametri chiave previsti dall'Articolo 2(17) della SFDR in materia di informazione circa la composizione dei portafogli di investimento, allineandone il contenuto con quanto previsto dal Regolamento Tassonomia per quanto riguarda la sostenibilità ambientale, nonché agli *standard* internazionali quali quelli elaborati dall'ISSB, i quali costituiscono allo stato i modelli operativi più diffusi e riconosciuti nella prassi. Parimenti, si auspica lo sviluppo di criteri specifici in materia di sostenibilità sociale, posto che tale aspetto risulta (pacificamente) quello meno definito nel quadro normativo.

La Proposta di riforma si propone inoltre di incidere sull'attuale classificazione dei prodotti ai sensi degli Artt. 6, 8 e 9 della SFDR, mediante una revisione dell'attuale sistema e l'introduzione delle nuove nozioni di "Prodotto sostenibile", destinata a quegli investimenti in attività già ambientalmente e/o socialmente sostenibili, e di "Prodotto di transizione", per investimenti in attività non ancora sostenibili ma che mostrano un miglioramento nel tempo verso la sostenibilità; tale nomenclatura è ritenuta maggiormente coerente con l'impianto delineato dal quadro normativo vigente in materia di finanza sostenibile, nonché funzionale ad una più elevata comprensibilità dell'informazione per l'investitore. Si ipotizza, del pari, di introdurre contestualmente un sistema di *rating* per il livello di sostenibilità dei prodotti finanziari, ricorrendo ad un modello di "etichettatura" sulla falsariga di quanto già previsto in altri settori (*in primis* per i prodotti alimentari); ciò al fine di trasmettere un'informativa semplificata ed immediatamente recepibile circa il tasso di sostenibilità del prodotto offerto. Tale soluzione sarebbe, inoltre, propedeutica ad un processo di ulteriore granularizzazione delle due categorie di prodotto ESG-*oriented*, da operarsi di pari passo con la definizione dei relativi requisiti.

Lungi dall'assumere una portata meramente illustrativa, la distinzione tra prodotti sostenibili e prodotti di transizione andrebbe inoltre ad incidere sull'applicabilità di alcuni oneri informativi in materia di trasparenza sugli impatti negativi sulla sostenibilità. In particolare, la Proposta suggerisce di distinguere tra la "considerazione" e l'"informazione" circa i *Principal Adverse Impacts* (*PAI*) relativi ad un prodotto finanziari, ipotizzando di rendere obbligatoria la "considerazione" dei PAI per i prodotti rientranti nella categoria di prodotti sostenibili, ritenendosi di contro sufficiente una generale "informazione" circa il *PAI* per i prodotti qualificabili come di transizione.

Sempre con riferimento ai prodotti e alla loro classificazione, la Proposta affronta poi la questione dell'ambito di applicazione della SFDR, suggerendo l'opportunità ampliarlo per includere prodotti attualmente fuori dal perimetro del Regolamento, come i prodotti strutturati EMTN. Si ritiene auspicabile, inoltre, una chiarificazione sull'applicazione della normativa ai prodotti assicurativi multi-opzione (MOPs), alla luce delle incertezze interpretative emerse in tale area. Tale processo deve svilupparsi parallelamente al miglioramento dei processi di *disclosure* anche per i prodotti *brown* – non rientranti nelle due categorie disciplinate dalla SFDR – al fine di evidenziarne al meglio i profili di distinzione rispetto ai prodotti sostenibili.

Più in generale, con riferimento per quanto riguarda la documentazione che gli operatori di mercato sono tenuti a fornire alle proprie controparti negoziali, si suggerisce anzitutto una semplificazione e una differenziazione delle informazioni fornite agli investitori *retail* rispetto a quelle destinate agli investitori sofi-

sticati, nonché una maggiore attenzione ai contenuti specifici che dovrebbero caratterizzare gli obblighi di *reporting* periodico. Si propone, inoltre, di adattare il formato delle informazioni al crescente consumo digitale, utilizzando la stratificazione dei contenuti per permettere una fruizione più agevole delle informazioni, e ricorrendo ove possibile a metriche quantitative al fine di illustrare con maggiore chiarezza la *performance* di sostenibilità di prodotti negoziati.

Il tema della quantificazione d'impatto si lega, da ultimo, ad un generale riscontro della necessità – ai fini della promozione dei processi sostenibili in seno all'industria finanziaria – di garantire l'accesso a *dataset* ESG standardizzati, affidabili e comparabili. In tal senso, la proposta assevera il ruolo centrale ormai assunto dagli ESG *data provider*, arrivando financo ad ipotizzare la predisposizione di un quadro normativo dedicato al fine di regolarne l'attività.

4. Riflessioni in prospettiva – e perduranti incertezze – sul percorso dell'informativa finanziaria in materia di sostenibilità

La presa di coscienza circa la necessità di una revisione della disciplina delineata dalla *Sustainable Financial Disclosure Regulation* rappresenta, in tutta evidenza, un momento necessario nel processo di transizione dei mercati finanziari verso un assetto genuinamente sostenibile: il percorso travagliato del Regolamento e dei suoi atti secondari (più volte posposti nella loro redazione, peraltro, alla luce delle vicende connesse alla crisi pandemica)[15] nonché il suo collocarsi in un momento nel quale le altre discipline in materia – *in primis* il Regolamento Tassonomia – erano ancora "in via di definizione" non potevano, infatti, non tradursi in una disciplina necessariamente frammentaria che, pur avendo spiccata valenza programmatica, risultava *ictu oculi* di ridotta efficacia prescrittiva. A ciò si aggiunga che, stante l'emanazione della SFDR "a monte" della pluralità di discipline in materia di *reporting* e *due diligence* di sostenibilità emanate negli anni successivi, un momento di coordinamento a breve termine appariva a tutti gli effetti come un'esigenza ineludibile.

Che, tuttavia, la strada tracciata dalle *European Supervisory Authorities* – pur muovendo da obiettivi condivisibili – riesca a pervenire ai risultati che la proposta di riforma si propone di raggiungere, non appare intuitivo: il passaggio alla nuova categorizzazione in termini di prodotti "di sostenibilità" e "di transizione", ad esempio, non sembra sufficiente a favorire una maggiore consapevolezza dei processi di investimento ove non accompagnata da una ridefinizione chiara dei vincoli utili ad operare la collocazione dei prodotti all'interno dei *silos* positivamente predisposti (il che, a ben vedere, rappresentava altresì il principale problema della classificazione *ex* artt. 8 e 9). Ciò anche considerandosi come la nozione di sostenibilità "di transizione" sia già presente all'interno di altri *corpora* in materia di finanza sostenibile, ma con accezioni differenti – in questo senso, il riferimento più evidente è all'interpretazione recentemente fornita dalla *European Banking Authority* in merito all'articolo 76 comma 2 della CRD IV[16].

Certamente auspicabili, invece, la semplificazione degli oneri informativi per gli investitori *retail* e l'introduzione di un *benchmark* univoco di sostenibilità che possa favorire la comunicazio ne, nonché la ricerca di una maggiore standardizzazione dell'informazione attraverso il riferimento a comprovati standard internazionali. Anche in questo caso, tuttavia, permangono le incertezze relative all'incapacità della disciplina di smarcarsi da un modello, quello degli obblighi di *disclosure*, che già da tempo è stato criticato in quanto difficilmente idoneo a promuovere scelte consapevoli da parte degli investitori, a favore del – di contro – perdurante affidamento sulla figura dell'intermediario e della marcata centralità ancora caratterizzante il processo di consulenza. Tema già emerso, peraltro, nel diverso – ma collegato – contesto della *retail investment strategy*[17]. Certamente da accogliere, di contro, la maggiore attenzione alla sovrapposizione tra il perseguimento di obiettivi fi-

15. https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/transparency-and-pillar3/joint-rts-esg-disclosure-standards-financial-market-participants"

16. European Banking Authority, *Consultation paper Draft Guidelines on the management of ESG risks*, EBA/CP/2024/02, 2024, p. 4

nanza sostenibile e la salvaguardia del patrimonio informativo-digitale: in questo senso, il riconoscimento della centralità acquisita dagli ESG-*dataset* nonché del ruolo rivestito dai relativi *provider* rappresenta certamente un primo passo verso la predisposizione di un quadro normativo in grado di promuovere le istanze di sostenibilità lungo l'intera filiera di valore.
Rimangono, sullo sfondo (e pure accennate dalle ESAs nel contesto della Proposta) le difficoltà connesse all'identificazione di nozioni – *in primis* quelle di sviluppo sostenibile e di *Do Not Significant Harm* – che fanno riferimento a concetti sincronicamente complessi e non sufficientemente consolidati a livello di consapevolezza scientifica: risulta, ad oggi, estremamente difficile ipotizzare che il giudizio necessariamente contestualizzato che il *DNSH* implica possa operarsi in assenza di parametri chiari per l'identificazione dei connotati della sostenibilità sociale; inoltre, lo stesso requisito dell'intergenerazionalità che continua a connotare la nozione di sviluppo sostenibile risulta allo stato privo di un effettivo riscontro pratico, traducendosi vieppiù nella mera richiesta alle imprese di formulare valutazioni di sostenibilità di breve, medio e lungo periodo. In mancanza di interventi idonei a colmare queste lacune, l'indeterminatezza dei presupposti concettuali alla base della disciplina renderà quest'ultima sempre inadatta a promuovere una comunicazione efficace agli investitori, e di conseguenza inidonea a scongiurare i rischi di *green* e *social washing* e a permettere agli operatori del mercato finanziario di operare in un panorama genuinamente concorrenziale nel quale sia possibile identificare chiaramente le responsabilità incombenti sui singoli attori in caso di dichiarazioni mendaci o fuorvianti, e le strategie più adatte a prevenirle.
Si tratta, dunque, di un passo, certamente necessario: ma la strada – è bene saperlo – sembra ancora lunga.

17. https://finance.ec.europa.eu/publications/retail-investment-strategy_en.