

# ARCHIVIO GIURIDICO SASSARESE

Diritto privato e valori sociali in una  
prospettiva diacronica

a cura di Raimondo Motroni

Annamaria Abbruzzese, Enrico Borghetto, Tania Bortolu,  
Alessandra Camedda, Federico Cappai,  
Francesco Capriglione, Federica Chironi,  
Claudio Colombo, Ludovica Decimo, Lorenzo Gagliardi,  
Tommaso Gazzolo, Valerio Lemma, Salvatore Mistretta,  
Marco Montella, Flaviana Monti,  
Raimondo Motroni, Federico Onnis Cugia,  
Federica Pes, Elisabetta Piras,  
Giuseppe W. Romagno

XXX

2025-1

INSCHIBBOLETH

Gennaio - Giugno



# ARCHIVIO GIURIDICO SASSARESE

RIVISTA INTERNAZIONALE DI DIRITTO PRIVATO ANTICO, CONTEMPORANEO E DELL'ECONOMIA

*Direttore scientifico*

Giovanni Maria UDA (Università di Sassari)

*Co-Direttore scientifico*

Rosanna ORTU (Università di Sassari)

*Vice-Direttore scientifico*

Luigi NONNE (Università di Sassari)

*Comitato di direzione*

Francesco CAPRIGLIONE (Università LUISS “Guido Carli” – Università telematica G. Marconi); Claudio COLOMBO (Università di Sassari); José Ramón DE VERDA Y BEAMONTE (Università di Valencia); Andrea DI PORTO (Sapienza Università di Roma); Catherine GINESTET (Università di Tolosa); Mauro GRONDONA (Università di Genova); Gabor HAMZA (Univ. Eötvös Loránd Budapest); Alessandro HIRATA (Università di San Paolo “USP”); Valerio LEMMA (Università di Roma G. Marconi); Agustin LUNA SERRANO (Università Ramon Llul Barcelona); Salvatore PATTI (Sapienza Università di Roma); Mirella PELLEGRINI (Università LUISS “Guido Carli”); Diego ROSSANO (Università di Napoli “Parthenope”); Illa SABBATELLI (Università Telematica San Raffaele Roma); Andrea SACCO GINEVRI (Università telematica internazionale Uninettuno); Christoph SCHMID (Università di Brema); Marco SEPE (Università di Roma Unitelma Sapienza); Vincenzo TROIANO (Università di Perugia); Alberto URBANI (Università Ca’ Foscari Venezia)

*Comitato di redazione*

Maria Teresa NURRA (Caporedattrice – Università di Sassari)

Davide ACHILLE (Università del Piemonte Orientale); Carlo ATTANASIO (Università di Sassari); Claudia BENANTI (Università di Catania); Tania BORTOLU (Università di Sassari); Gianluca DE DONNO (Università di Sassari); Dario FARACE (Università di Roma “Tor Vergata”); Massimo FOGLIA (Università di Bergamo); Stefania FUSCO (Università di Sassari); Lorenzo GAGLIARDI (Università di Milano Statale); Domenico GIURATO (Università di Sassari); Maria Alessandra IANNICELLI (Università Roma Tre); Daniele IMBRUGLIA (Sapienza Università di Roma); Arturo MANIACI (Università di Milano Statale); Raimondo MOTRONI (Università di Sassari); Laurent POSOCCO (Università di Tolosa); Federico

PROCCHI (Università di Pisa); Giuseppe Werther ROMAGNO (Università di Sassari); Maria Gabriella STANZIONE (Università di Salerno) Fabio TORIELLO (Università di Sassari); Maria Manuel VELOSO GOMES (Università di Coimbra)

### *Comitato dei revisori*

Luigi GAROFALO (Presidente – Università di Padova)

Emanuela ANDREOLA (Università Telematica UniCusano); Marco AZZALINI (Università di Bergamo); Federico AZZARRI (Università di Pisa); Angelo BARBA (Università di Siena); Vincenzo BARBA (Sapienza Università di Roma); Marco BODELLINI (Università di Bergamo); Maria Vittoria BRAMANTE (Università Telematica Pegaso); Maria Novella BUGGETTI (Università di Ferrara); Pierangelo BUONGIORNO (Università di Münster); Fausto CAGGIA (Università “Kore” di Enna); Iaria Amelia CAGGIANO (Università “Suor Orsola Benincasa” di Napoli); Valeria CAREDDA (Università di Cagliari); Maria Luisa CHIARELLA (Università “Magna Graecia” di Catanzaro); Alberto Giulio CIANCI (Università di Perugia); Alessandro CIATTI CÀIMI (Università di Torino); Maria Rosa CIMMA (Università di Sassari); Laura D’AMATI (Università di Foggia); Iole FARGNOLI (Università di Milano Statale); Sara CORRÊA FATTORI (Università di Araraquara “UniAra”); Maurilio FELICI (Università LUMSA di Palermo); Emanuela FUSCO (Università della Campania “Luigi Vanvitelli”); Lucilla GATT (Università “Suor Orsola Benincasa” di Napoli); Andrea GENOVESE (Università della Tuscia Viterbo); Fulvio GIGLIOTTI (Università “Magna Graecia” di Catanzaro); Claudia IRTI (Università Ca’ Foscari Venezia); Umberto IZZO (Università di Trento); David KREMER (Université Paris Descartes); Paola LAMBRINI (Università di Padova); Simone MEZZACAPO (Università di Perugia); Lorenzo MEZZASOMA (Università di Perugia); Massimo MIGLIETTA (Università di Trento); Maria Concetta NANNA (Università di Bari “Aldo Moro”); Eleonora NICOSIA (Università di Catania); Francesco Paolo PATTI (Università “Luigi Bocconi” di Milano); Aldo PETRUCCI (Università di Pisa); Guido PFEIFER (Università Goethe di Frankfurt am Main); Fabrizio PIRAINO (Università di Palermo); Johannes PLATSCHKE (Università di München “LMU”); Roberto PUCELLA (Università di Bergamo); Francesca REDUZZI MEROLA (Università di Napoli “Federico II”); Nicola RIZZO (Università di Pavia); Giacomo ROJAS ELGUETA (Università Roma Tre); Anna Maria SALOMONE (Università di Napoli “Federico II”); Gianni SANTUCCI (Università di Bologna); Roberto SCEVOLA (Università di Padova); Roberto SENIGAGLIA (Università Ca’ Foscari Venezia); Domenico SICLARI (Sapienza Università di Roma); Eduardo Cesar SILVEIRA VITA MARCHI (Università di San Paolo “USP”); Laura TAFARO (Università di Bari “Aldo Moro”); Elena TASSI (Sapienza Università di Roma); Mario VARVARO (Università di Palermo); Paola ZILLOTTO (Università di Udine)

### *Segreteria di redazione*

Roberta BENDINELLI; Lorenzo BOTTA; Federica CHIRONI; Giovanni GANDINO; Roberta GUAINELLA; Maria Cristina IDINI; Pietro LIBECCIO; Claudia MARASCO; Salvatore MISTRETTEA; Enrico NIEDDU; Anna Maria PANCALLO; Edoardo PINNA; Pietro Giovanni Antonio SANTORU; Laudevino Bento DOS SANTOS NETO DA SILVEIRA

Rivista on line open access. Indirizzo web: [www.archiviogiuridicosassarese.org](http://www.archiviogiuridicosassarese.org).

Registrazione: Tribunale di Sassari n° 11 del 26/01/1974.

*Prima serie:* Archivio Storico Sardo di Sassari, pubblicata in formato cartaceo dal 1975 al 1992.

*Seconda serie:* Archivio Storico e Giuridico Sardo di Sassari, pubblicata in formato cartaceo dal 1994 al 1998 e in formato digitale dal 1999 al 2019 (ISSN print: 2240-4856; ISSN on line: 2240-4864). Periodicità: semestrale.

*Serie attuale:* Archivio Giuridico Sassarese.

ISSN print: 2785-034X

ISSN on line: 2785-0803

ISBN print: 978-88-5529-643-4

© 2025, Associazione Giuridica Sassarese.

Editore: Inschibboleth edizioni – via G. Macchi, 94, 00133, Roma – Italia, email: [info@inschibbolethedizioni.com](mailto:info@inschibbolethedizioni.com). Direttore responsabile: Emiliano Tolu. Proprietario della pubblicazione: Associazione Giuridica Sassarese, email: [rivista@archiviogiuridicosassarese.org](mailto:rivista@archiviogiuridicosassarese.org). Sede della pubblicazione: Sassari, Associazione Giuridica Sassarese, c/o Studio Legale Berlinguer, via Cavour 88, 07100 Sassari, SS.

Fascicolo n. 1/2025, gennaio-giugno, pubblicato online il 30 settembre 2025.



**Finanziato  
dall'Unione europea**  
NextGenerationEU

BANDO INTERNO PER LA RICERCA COLLABORATIVA TRA ATENEIO DI SASSARI  
E ATENEIO DI CAGLIARI – DM 737/2021 - RISORSE 2022-2023

Principal Investigator: Prof. Raimondo Motroni

Titolo del progetto di ricerca: La sostenibilità ambientale e climatica dell'approvvigionamento energetico tra finanza, contratto e mercato: prospettive giuridiche ed economiche nell'ordinamento eurounitario

I contributi pubblicati nel presente volume di cui sono autori Francesco Capriglione, Raimondo Motroni, Alessandra Camedda, Federico Cappai, Federica Chironi, Claudio Colombo, Salvatore Mistretta, Marco Montella, Federico Onnis Cugia, Federica Pes, Elisabetta Piras e Giuseppe Werther Romagno costituiscono la rielaborazione degli interventi presentati in occasione del Convegno “La sostenibilità ambientale e climatica dell'approvvigionamento energetico tra finanza, contratto e mercato: prospettive giuridiche ed economiche nell'ordinamento eurounitario”, tenutosi nei giorni 21-22 giugno 2025 ad Alghero, nell'ambito del progetto di ricerca interdisciplinare collaborativa tra l'Ateneo di Sassari e l'Ateneo di Cagliari – ai sensi del D.M. n. 737/2021 – concernente lo studio dei diversi profili giuridici ed economici della c.d. finanza sostenibile.

## INDICE

### *Diritto privato e valori sociali in una prospettiva diacronica*

a cura di  
Raimondo Motroni

#### *Editoriale*

FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Sostenibilità ambientale e climatica, approvvigionamento energetico. Riflessioni introduttive* p. 1

RAIMONDO MOTRONI, *Introduzione e presentazione del progetto di ricerca: La sostenibilità ambientale e climatica dell'approvvigionamento energetico tra finanza, contratto e mercato: prospettive giuridiche ed economiche nell'ordinamento eurounitario* p. 9

ALESSANDRA CAMEDDA, *Sostenibilità e governo del prodotto* p. 17

FEDERICO CAPPALÀ, *La sostenibilità nei contratti pubblici* p. 29

FEDERICA CHIRONI, *Le preferenze di sostenibilità dell'investitore: diritto effettivo o retorica regolatoria?* p. 35

CLAUDIO COLOMBO, *Accordi di compravendita di energia elettrica da fonti rinnovabili a lungo termine* p. 43

SALVATORE MISTRETTA, *Il contratto di efficientamento energetico: intersezioni tra profili di diritto privato e prospettive giuspubblicistiche* p. 55

MARCO MONTELLA, *L'integrazione dei fattori di sostenibilità nel settore bancario: prospettive e criticità* p. 65

FEDERICO ONNIS CUGIA, *Il ruolo del contratto nello sviluppo dell'agrivoltaico, tra continuità agricola e transizione energetica* p. 79

FEDERICA PES, <i>Catastrofi naturali e polizze assicurative: evoluzione normativa e prime criticità</i>	p. 101
ELISABETTA PIRAS, <i>Coassicurazione e riassicurazione tra sostenibilità e regole della concorrenza</i>	p. 115
GIUSEPPE WERTHER ROMAGNO, <i>Modelli costitutivi per le comunità energetiche rinnovabili</i>	p. 129
ANNAMARIA ABBRUZZESE, <i>Domini collettivi e sostenibilità ambientale: verso una rilettura della proprietà in chiave ecologica. Profili comparativi tra Italia e Regno Unito</i>	p. 143
ENRICO BORGHETTO, <i>Responsabilità medica tra doppio ciclo causale e il concorso di colpa del paziente danneggiato</i>	p. 183
TANIA BORTOLU, <i>L'autodeterminazione del minore e dell'incapace nelle scelte sanitarie</i>	p. 211
LUDOVICA DECIMO, <i>Il riconoscimento, la pubblicità e il controllo degli enti religiosi civilmente riconosciuti</i>	p. 239
LORENZO GAGLIARDI, <i>Il regime delle "tierras comunales de grupos étnicos" in Colombia</i>	p. 271
TOMMASO GAZZOLO, <i>Satta e il mistero del giudizio</i>	p. 293
VALERIO LEMMA, <i>Dalla mutualità all'agri-fintech: quale ruolo possono svolgere gli organismi collettivi di difesa?</i>	p. 309
FLAVIANA MONTI, <i>Rassegna: Identidad Latinoamericana. Dall'Europa all'America Latina e dall'America Latina all'Europa: diritto, cultura e storia (Roma 7-8 aprile 2025)</i>	p. 321

# Le preferenze di sostenibilità dell'investitore: diritto effettivo o retorica regolatoria?

Federica Chironi

Il presente intervento si propone di esaminare il tema dell'integrazione delle preferenze di sostenibilità dell'investitore nella valutazione di adeguatezza dell'investimento compiuta dall'intermediario finanziario, sia dal punto di vista sistematico, sia sotto il profilo delle sorti del contratto di investimento che non rispetti dette preferenze<sup>1</sup>.

L'indagine si propone infatti di verificare come questa nuova disciplina si innesti nell'architettura complessiva della regolazione finanziaria, al fine di comprendere se l'espressione di preferenze di sostenibilità da parte dell'investitore determini l'insorgere di un diritto effettivo in capo al medesimo, ovvero rappresenti solo una forma di retorica regolatoria, come si preciserà meglio in seguito.

Il punto di partenza della presente analisi è rappresentato dal dato legislativo, ed in particolare dal reg. delegato 2021/1253<sup>2</sup> con cui la Commissione europea, nel tentativo di dare specificazione ai principi sanciti nel reg. 2019/2088 (c.d. regolamento Disclosure o SFDR) e nel reg. 2020/852 (c.d. regolamento Tassonomia), ha emendato in modo significativo il reg. delegato 2017/565<sup>3</sup>,

<sup>1</sup> Il tema si colloca nel più ampio contesto degli studi sulla finanza sostenibile, in relazione ai quali si veda per tutti F. CAPRIGLIONE, *Clima energia finanza. Una difficile convergenza*, Milano, 2023, p. 133 ss., là dove l'Autore definisce la finanza come «il perno intorno al quale ruotano i contrapposti interessi sottesi alle decisioni che possono rendere concrete le aspettative, di gran parte della popolazione del pianeta, in ordine alla cessazione di una *escalation* nella produzione dei *gas serra* dagli inenarrabili effetti dannosi». L'Autore riconduce inoltre il concetto di sostenibilità a «parametro di riferimento di un'economia orientata non soltanto al profitto, ma anche al benessere e al miglioramento delle condizioni di vita, donde la rilevanza della stessa nello sviluppo sociale e ambientale dei popoli» e lo pone altresì a fondamento «di una rivisitazione dell'*agere* finanziario».

<sup>2</sup> 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 attività delle imprese di investimento.

<sup>3</sup> 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.

attuativo della direttiva MiFID II, al fine di integrare la sostenibilità nella valutazione di adeguatezza dell'investimento.

Preliminarmente, tuttavia, è necessario chiarire cosa si intenda per preferenze di sostenibilità ai sensi del reg. delegato 2021/1253, il quale ha integrato l'art. 2 del reg. delegato 2017/565 proprio al fine di introdurre una definizione normativa di tali preferenze.

Le preferenze di sostenibilità sono pertanto definite 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», riconducibili sostanzialmente a tre categorie: quella di investimento ecosostenibile ai sensi del reg. Tassonomia<sup>4</sup>, di investimento sostenibile ai sensi del reg. Disclosure<sup>5</sup>, e di strumento finanziario che considera i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità<sup>6</sup>.

Trattasi, dunque, di una definizione tanto ampia quanto complessa, non solo per l'espresso riferimento a tutti i tipi di sostenibilità oggi previsti dalla regolazione europea, ma anche perché essa contempla altresì la determinazione della c.d. quota minima da investirsi in tali attività, introducendo così un ulteriore elemento di difficoltà sia per l'investitore, che deve autodeterminarsi in tal senso<sup>7</sup>, sia per l'intermediario, soprattutto con riguardo agli obblighi di informazione attiva e passiva<sup>8</sup>.

Ciò premesso, resta da comprendere a questo punto come tali preferenze di sostenibilità siano state integrate nel sistema MiFID relativo alla valutazione di adeguatezza dell'investimento.

<sup>4</sup> Per la definizione di «investimento ecosostenibile», si veda l'art. 2, punto 1, del regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088 (c.d. regolamento Tassonomia).

<sup>5</sup> Per la definizione di «investimento sostenibile», si veda l'art. 2, punto 17, del regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informazione sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (c.d. regolamento Disclosure o SFDR), in relazione al quale cfr. S. N. HOOGHMSTRA, *The ESG Disclosure Regulation – New Duties for Financial Market Participants & Financial Advisers*, 2020, in SSRN, consultabile online all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3558868](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3558868).

<sup>6</sup> Categoria residuale che ricomprende tutti gli strumenti finanziari che, pur non rientrando nelle categorie degli investimenti ecosostenibili e sostenibili, tengono conto dei principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità al fine di mitigarli, secondo gli indicatori di cui all'Allegato I del reg. delegato 2022/1288.

<sup>7</sup> Si concorda, infatti, con quanto evidenziato da N. SOLDATI, *Obblighi informativi dell'intermediario e valutazione dell'appropriatezza e dell'adeguatezza dell'investimento*, in *Le Società*, 2024, 11, p. 1256, in merito al fatto che un eccesso di informazioni rischia di lasciare il cliente disinformato, in quanto egli «rischia di perdere di vista gli elementi fondamentali utili al fine di comprendere l'investimento da compiere proprio perché la mole di informazioni ricevuta è tale da confondere».

<sup>8</sup> Proprio al fine di supportare gli intermediari nell'adempimento a detti obblighi informativi, l'ESMA ha emanato il 3 aprile 2023 nuovi Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II.

Il nuovo art. 54, par. 2, lett. *a*, del reg. 565/2017, così come modificato dal reg. 2021/1253, prevede oggi che le imprese di investimento, acquisite tutte le informazioni di cui necessitano dal proprio cliente, provvedano a determinare se l'operazione da raccomandare o da realizzare corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio e le sue eventuali preferenze di sostenibilità.

Tale previsione trova poi ulteriore specificazione al par. 5 del medesimo art. 54, il quale, nel definire gli obiettivi di investimento del cliente, fa riferimento al periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, alle sue preferenze in materia di assunzione del rischio, alla sua tolleranza al rischio, alla finalità dell'investimento, ed infine – quale elemento di novità – alle sue preferenze di sostenibilità.

Pertanto, le preferenze di sostenibilità costituiscono ora parte integrante a tutti gli effetti degli obiettivi di investimento del cliente, al pari di tutti gli altri criteri già previsti ed enunciati all'art. 54.

Tuttavia, il legislatore europolitano riserva alle preferenze di sostenibilità un regime, in termini di valutazione di adeguatezza, diverso da quello proprio di tutti gli altri criteri che concorrono a determinare gli obiettivi di investimento del cliente: infatti, se la regola – com'è noto – è quella secondo cui l'intermediario non può raccomandare o realizzare un investimento che non sia adeguato agli obiettivi di investimento del cliente, i quali dovranno essere determinati sulla base dei criteri già individuati (ad esempio, la tolleranza al rischio da parte dell'investitore), tale divieto non trova applicazione in termini assoluti con riferimento alle preferenze di sostenibilità.

Infatti, il nuovo par. 10 dell'art. 54 prevede che «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, l'impresa di investimento conserva traccia della decisione del cliente, compresi i relativi motivi».

La portata innovativa di detta previsione è evidente: con riferimento alle preferenze di sostenibilità – e solo con riferimento alle stesse – si consente oggi all'intermediario di offrire o negoziare uno strumento finanziario che non corrisponde alle scelte di sostenibilità originariamente espresse dall'investitore.

Ma se le preferenze di sostenibilità costituiscono parte integrante degli obiettivi di investimento, ne consegue che, in siffatta ipotesi, si consente di fatto all'intermediario la raccomandazione ovvero la negoziazione di un prodotto finanziario che non può dirsi propriamente adeguato agli obiettivi di investimento del cliente, ancorché limitatamente al profilo delle sue preferenze di sostenibilità.

Questa considerazione ingenera talune perplessità, anzitutto da un punto di vista sistematico: infatti, alla luce del nuovo art. 54, la disciplina dell'adeguatezza dell'investimento viene a scindersi in una sorta di doppio binario che prevede, da un lato, il divieto in capo all'intermediario di realizzare investimenti che non siano adeguati al profilo del cliente con riguardo a tutti i criteri

di cui al medesimo art. 54, fatta eccezione per le preferenze di sostenibilità, e, dall'altro lato, la possibilità per l'intermediario di realizzare investimenti che non siano adeguati al profilo del cliente con riguardo alle sole preferenze di sostenibilità da questi già espresse, se il cliente acconsente a modificare dette preferenze in ragione di un determinato investimento.

La valutazione sottesa alle preferenze di sostenibilità sembra dunque presentare affinità non tanto con la valutazione di adeguatezza dell'investimento, quanto con il diverso giudizio di appropriatezza<sup>9</sup>, proprio dei servizi di investimento diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafogli, in virtù del quale è possibile per l'intermediario procedere con l'investimento giudicato non appropriato purché il cliente sia adeguatamente informato<sup>10</sup>.

Tale scelta da parte del legislatore eurounitario, oltre a generare le già indicate difficoltà di carattere sistematico, presenta diverse criticità anche a livello operativo.

In primo luogo, la possibilità per il cliente di adattare le sue preferenze in funzione dell'offerta di un prodotto finanziario che altrimenti non sarebbe adeguato al suo profilo potrebbe agevolare pratiche di vendita impropria, ben potendo determinare la realizzazione di un investimento che non soddisfa il miglior interesse del cliente<sup>11</sup>.

Ciò pone, pertanto, un problema di effettività della tutela dell'investitore, potendo questi essere pilotato nelle sue scelte di investimento attraverso una manipolazione delle sue preferenze di sostenibilità.

In secondo luogo, appare del tutto fuorviante l'inclusione delle preferenze di sostenibilità nell'ambito degli obiettivi di investimento, in quanto le stesse soggiacciono ad un regime diverso rispetto a quello previsto per tutti gli altri elementi che concorrono a determinare tali obiettivi, con tutto ciò che ne deriva in termini di incertezza per gli intermediari che sono tenuti a svolgere la valutazione di adeguatezza.

Questi ultimi, infatti, possono incorrere in ipotesi di responsabilità per il fatto di non aver debitamente tenuto conto degli obiettivi di investimento del

<sup>9</sup> Per una disamina dei due tipi di giudizi, si veda per tutti C. COLOMBO, *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione nell'offerta di servizi di investimento*, in V. Troiano, R. Motroni (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, Padova, 2016, p. 405 ss.

<sup>10</sup> Tuttavia, occorre precisare che le preferenze di sostenibilità, al pari di qualsiasi obiettivo di investimento, non rilevano né nel regime di appropriatezza, né in quello di mera esecuzione, ma solo nell'ambito della consulenza finanziaria e della gestione di portafoglio di investimento. Così anche M. ARRIGONI, *Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, p. 278.

<sup>11</sup> Sul punto G. MATTARELLA, *La finanza sostenibile nel prisma dell'over-regulation del sistema finanziario*, in *Giureta*, 2024, p. 951 ss., evidenzia come, al contrario, anche un'interpretazione eccessivamente rigida del divieto di raccomandare prodotti finanziari non conformi agli obiettivi di sostenibilità dei clienti potrebbe determinare fenomeni di *mis-selling* (ad esempio, attraverso una sovrastima dei fattori di sostenibilità dei prodotti finanziari) e conseguenti perdite finanziarie per gli investitori.

cliente – e, quindi, anche delle sue eventuali preferenze di sostenibilità – nella raccomandazione o realizzazione di un determinato investimento, anche in considerazione del disposto di cui al par. 10 dell'art. 54, secondo cui «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».

Tale incongruenza, lungi dal configurarsi come meramente teorica, assume invero una particolare rilevanza pratica con riferimento agli obblighi facenti capo agli intermediari finanziari e alla loro eventuale responsabilità, in quanto non offre strumenti per risolvere in modo univoco il bilanciamento di interessi tra la tutela degli investitori e la salvaguardia della sostenibilità.

Al contrario, la posizione assunta dal legislatore europeo appare ambivalente nel momento in cui equipara in astratto le preferenze di sostenibilità agli obiettivi di investimento, ma le assoggetta in concreto ad un regime decisamente più flessibile e meno rigoroso in termini di *suitability assessment*.

Le considerazioni già svolte in merito alla regolazione finanziaria sulle preferenze di sostenibilità inducono a domandarsi, infine, se sia possibile riconoscere a tali preferenze una rilevanza autonoma anche con riferimento al contratto, con particolare riguardo alle sorti del contratto di investimento o del singolo ordine di investimento nel caso di mancata considerazione di tali preferenze da parte dell'intermediario nella valutazione di adeguatezza.

La questione presenta evidenti analogie con la più nota vicenda del c.d. risparmio tradito, ossia con tutti quei casi in cui l'intermediario abbia raccomandato o negoziato un prodotto finanziario non adeguato al cliente dal punto di vista più strettamente finanziario, quindi ad esempio trascurando di valutare correttamente la capacità finanziaria o la tolleranza al rischio del cliente<sup>12</sup>.

E allora, se in tema di risparmio tradito la tesi prevalente è nel senso di escludere che possa configurarsi un'ipotesi di nullità del contratto, in conformità alla tradizionale dicotomia tra regole di validità e regole di comportamento per cui la violazione di queste ultime non può essere sanzionata con la nullità<sup>13</sup>, *a fortiori* si potrebbe ritenere che alle medesime conclusioni si

<sup>12</sup> Per tutti, si vedano Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725, con nota di U. SALANITRO, *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle sezioni unite in Nuova giur. civ. comm.*, 2008, p. 445 ss.; A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contr.*, n. 4, 2008, p. 393 ss.; V. SANGIOVANNI, *Inosservanza delle norme di comportamento: la Cassazione esclude la nullità*, in *Contr.*, 2008, p. 221 ss.; F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, in *Contr. impr.*, 2008, p. 1 ss.; D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contr.*, 2008, p. 403 ss.; G. VETTORI, *Regole di validità e di responsabilità di fronte alle Sezioni Unite. La buona fede come rimedio risarcitorio*, in *Obbl. contr.*, 2008, p. 204 ss.

<sup>13</sup> Sulla distinzione tra regole di condotta e regole di validità, si veda tra tutti A. ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività di intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. giur.*, 2008, p. 107 ss., il quale correttamente evidenzia che

debba giungere per il caso della mancata considerazione delle preferenze di sostenibilità dell'investitore.

Ciò soprattutto se si considera che dalla mera violazione di tali preferenze non discende una perdita patrimoniale in capo all'investitore, o meglio, se pur una perdita patrimoniale ci sia, questa difficilmente sarà correlata dal punto di vista causale all'inosservanza delle preferenze di sostenibilità, ma discenderà con maggiore probabilità da altro tipo di violazioni, ad esempio da un'errata valutazione della tolleranza al rischio dell'investitore.

*Contra*, si potrebbe sostenere che la sostenibilità assurga al rango di principio o clausola generale, sì da giustificare il ricorso alla nullità quale rimedio preposto alla tutela di un interesse generale dell'ordinamento<sup>14</sup>.

Tuttavia, nel caso in esame l'oggetto di tutela non sembra essere la sostenibilità come interesse di carattere generale, bensì le preferenze di sostenibilità dell'investitore – e, quindi, la sostenibilità declinata in senso soggettivo – sicché la violazione di tale interesse, che a questo punto è un interesse particolare dell'investitore, non sembra giustificare neppure in astratto il ricorso alla sanzione della nullità.

Ci si domanda, allora, se la mancata considerazione delle preferenze di sostenibilità dell'investitore possa integrare un inadempimento tanto grave da determinare la risoluzione per inadempimento del contratto di investimento.

Prendendo le mosse da un'esegesi letterale della disciplina delle preferenze di sostenibilità, si può rilevare come l'inclusione delle stesse negli obiettivi di investimento possa indurre a ritenere che per le medesime valgano gli stessi rimedi previsti per le ipotesi di risparmio tradito, con conseguente ammissibilità della risoluzione contrattuale nel caso di investimento non conforme agli obiettivi di investimento del cliente.

Tuttavia, non può non tenersi conto della circostanza, già evidenziata, per cui dalla sola mancata considerazione delle preferenze di sostenibilità non discendono perdite patrimoniali in capo all'investitore, diversamente da quanto accade nel caso in cui a non essere presi in considerazione siano i profili relativi alla tolleranza al rischio dell'investitore, sicché occorre domandarsi se, al di là del dato letterale, il rimedio della risoluzione e dei conseguenti

«l'individuazione dei rimedi esperibili non può del resto dipendere soltanto da valutazioni di convenienza e di opportunità, ma deve necessariamente trovare fondamento nelle regole dell'ordinamento giuridico». In senso critico rispetto a tale distinzione, cfr. G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Napoli, 2013.

<sup>14</sup> In questo senso, M. PENNASILICO, *Contratto e sostenibilità ambientale: la conformazione ecologica dell'autonomia negoziale*, in *Rass. dir. civ.*, 2024, 4, p. 1393 ss., il quale riconosce alla sostenibilità il rango di principio di ordine pubblico. *Contra* G. GUIZZI, *La sostenibilità sub specie iuris*, in *Nuovo Diritto Civile*, 2024, 4, p. 8 ss., il quale esclude che la sostenibilità possa essere qualificata alla stregua di un principio generale, nonché L. BALESTRA, *Causa e meritevolezza degli interessi perseguiti nel prisma della sostenibilità*, in *Nuovo Diritto Civile*, 2024, 4, p. 24.

profili restitutori non sia inadeguato o comunque sproporzionato rispetto al caso di specie<sup>15</sup>.

A seconda, quindi, delle caratteristiche del caso concreto, tenuto conto ad esempio dell'interesse soggettivo dell'investitore, potrebbe escludersi altresì l'applicabilità del rimedio risolutorio per mancanza di gravità dell'inadempimento nel caso di omessa considerazione delle sole preferenze di sostenibilità dell'investitore, là dove l'investimento sia comunque adeguato sotto il profilo finanziario.

Si potrebbe allora configurare una mera responsabilità risarcitoria di tipo contrattuale, rispetto alla quale il danno risarcibile sarà più verosimilmente inquadrato come danno non patrimoniale, salvo che ricorrano nel caso di specie danni reputazionali oppure danni da perdita di *chance* aventi contenuto patrimoniale.

Anche la qualificazione del danno risarcibile come danno non patrimoniale, tuttavia, non è esente da criticità, soprattutto dal punto di vista probatorio, non essendo peraltro agevole l'individuazione di un interesse meritevole di tutela risarcitoria ai sensi dell'art. 2059 c.c.

Si può pertanto concludere evidenziando come la debolezza dei rimedi correlati al mancato rispetto delle preferenze di sostenibilità sia in grado di rivelare la vera natura della regolazione finanziaria che integra la sostenibilità nella valutazione di adeguatezza dell'investimento: essa, infatti, non determina il riconoscimento di un diritto effettivo in capo all'investitore al rispetto delle sue preferenze, ma assume più propriamente le caratteristiche di quella che si potrebbe definire come *retorica regolatoria*, finalizzata ad orientare i comportamenti degli investitori verso scelte sostenibili più che a introdurre obblighi e quindi corrispettivi diritti in capo ai medesimi investitori.

<sup>15</sup> Sulla complessità dei profili restitutori conseguenti alla risoluzione del contratto di investimento, anche in relazione al concorrente rimedio risarcitorio, si veda per tutti A. CALONI, *Rimedi all'inadempimento dell'intermediario finanziario: profili problematici*, in *Il diritto degli affari*, 2025, 1, 101 ss., il quale, nelle sue conclusioni, afferma che «le restituzioni – e così le impugnative ad esse strumentali – si rivelano il rimedio maggiormente desiderabile per l'investitore, esonerato dalla prova del danno e del nesso causale e certo di ricevere l'intero capitale investito».

*Abstract* [Ita]

Il contributo esamina l'integrazione delle preferenze di sostenibilità dell'investitore nella valutazione di adeguatezza dell'investimento alla luce delle modifiche introdotte dal regolamento delegato (UE) 2021/1253 alla disciplina MiFID II. Muovendo dall'analisi della definizione normativa di preferenze di sostenibilità e del loro inquadramento tra gli obiettivi di investimento del cliente, lo studio evidenzia il regime peculiare e in parte derogatorio loro riservato rispetto agli altri criteri rilevanti ai fini del *suitability assessment*. In particolare, la possibilità per l'investitore di adattare tali preferenze solleva rilevanti criticità sistematiche e operative, incidendo sull'effettività della tutela dell'investitore e sui profili di responsabilità dell'intermediario. L'analisi si sofferma infine sui rimedi esperibili in caso di mancata considerazione delle preferenze di sostenibilità dell'investitore, mettendo in luce la debolezza dell'*enforcement* privatistico e la natura essenzialmente orientativa della disciplina in esame.

*Parole chiave:* preferenze di sostenibilità; valutazione dell'idoneità; protezione degli investitori; applicazione privata; MiFID II.

*Abstract* [Eng]

The paper examines the integration of investors' sustainability preferences into the assessment of investment suitability in light of the amendments introduced by Regulation (EU) 2021/1253 to the MiFID II framework. Starting from an analysis of the legal definition of sustainability preferences and their inclusion among the client's investment objectives, the study highlights the peculiar and partly derogatory regime applicable to such preferences compared with the other criteria relevant for the suitability assessment. In particular, the possibility for investors to adapt their sustainability preferences raises significant systemic and operational concerns, affecting both the effectiveness of investor protection and the liability of financial intermediaries. The analysis finally addresses the remedies available in cases where investors' sustainability preferences are disregarded, revealing the weakness of private enforcement and the essentially orientative nature of the regulatory framework under consideration.

*Keywords:* sustainability preferences; suitability assessment; investor protection; private enforcement; MiFID II.