

Cattedra di Regolazione e Innovazione Finanziaria

Prof.ssa Mirella Pellegrini

RELATORE

Giorgio Crucitti

CANDIDATO

INDICE

INTRODUZIONE.....	2
CAPITOLO 1: La regolazione europea della finanza sostenibile... ..	4
1.1 La sostenibilità come sistema complesso.....	5
1.2 L’attivismo normativo dell’UE in materia di sostenibilità.	6
1.3 Normative chiave: Regolamento SFDR, Direttiva CSRD e Tassonomia.....	7
1.4 Una regolazione più “per principi”: criticità e rischi.... ..	13
CAPITOLO 2: Gli effetti della regolazione ESG sull’offerta finanziaria.....	15
2.1 Impatto sul mercato finanziario e sugli operatori.....	16
2.2 Riformulazione dei prodotti ESG e classificazioni di mercato.....	18
2.3 Il caso Article 9: tra ambiguità normativa e sfiducia degli investitori.... ..	23
2.4 L’inversione di rotta nella classificazione ESG (Segue)... ..	25
CAPITOLO 3: Reazione degli investitori alla finanza sostenibile regolata	28
3.1 Preferenze ESG degli investitori retail e istituzionali.....	29
3.2 Le difficoltà degli investitori: limiti informativi e bias cognitivi... ..	31
3.3 Strategie di superamento e orizzonti di riforma.....	35
CONCLUSIONI.....	39
Bibliografia... ..	41

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni, la sostenibilità è divenuta uno dei temi centrali del dibattito economico, politico e sociale, imponendosi come criterio imprescindibile per valutare la qualità delle politiche pubbliche, delle strategie aziendali e delle scelte di investimento. La crescente consapevolezza degli effetti del cambiamento climatico, delle disuguaglianze sociali e dei rischi sistemici legati a crisi globali ha spinto governi, istituzioni sovranazionali e operatori economici a interrogarsi sul ruolo che la finanza può assumere nel favorire una transizione equa e duratura verso modelli di sviluppo sostenibile.

In questo contesto, la finanza sostenibile non rappresenta soltanto un settore emergente dei mercati finanziari, ma si configura come un paradigma destinato a ridefinire le logiche tradizionali di allocazione del capitale. Essa integra nelle decisioni di investimento non solo i parametri economico-finanziari, ma anche i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG), con l'obiettivo di generare valore nel lungo periodo e di contribuire al benessere collettivo.

L'Unione europea ha assunto un ruolo di *first mover* in questa direzione, costruendo un quadro normativo articolato che include il Regolamento sulla *disclosure* di sostenibilità (SFDR), il Regolamento Tassonomia e la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD). Tali strumenti mirano a garantire trasparenza, comparabilità e affidabilità delle informazioni fornite al mercato, promuovendo la fiducia degli investitori e la coerenza delle pratiche aziendali. Tuttavia, l'evoluzione della finanza sostenibile non può essere compresa appieno se non come parte di un sistema complesso, in cui le dinamiche economiche si intrecciano con dimensioni sociali, ambientali e istituzionali.

Il presente lavoro si propone di analizzare tale complessità, ricostruendo l'architettura regolatoria europea e soffermandosi sui tre principali pilastri normativi della finanza sostenibile: il Regolamento (UE) 2019/2088 sulla disclosure (SFDR), il Regolamento (UE) 2020/852 sulla Tassonomia e la Direttiva (UE) 2022/2464 (CSRD). L'analisi non si limiterà a un profilo meramente descrittivo delle fonti, ma intende valutare l'impatto concreto che tali regole hanno prodotto sugli operatori di mercato e sugli intermediari finanziari, evidenziando i cambiamenti organizzativi, i costi di compliance e le nuove dinamiche concorrenziali.

Parallelamente, un'attenzione specifica verrà riservata al lato della domanda, approfondendo le preferenze e i comportamenti degli investitori rispetto ai prodotti ESG, con particolare riferimento ai fattori che ne condizionano le scelte e ai rischi derivanti da fenomeni di natura sistemica e informativa.

Infine, il lavoro si propone di individuare le principali criticità ancora irrisolte del quadro normativo e di discutere le prospettive di riforma, alla luce delle consultazioni in corso a livello europeo e degli orientamenti emergenti nella dottrina e nella prassi di mercato. L'obiettivo è dunque quello di offrire una ricostruzione complessiva che tenga insieme il piano teorico, quello normativo e quello empirico, fornendo al contempo spunti utili per comprendere le traiettorie future della finanza sostenibile in Europa.

CAPITOLO 1: LA REGOLAZIONE EUROPEA DELLA FINANZA SOSTENIBILE

1.1 LA SOSTENIBILITÀ COME SISTEMA COMPLESSO

Il primo nodo concettuale che merita di essere approfondito è quello della finanza sostenibile, la quale può essere definita come l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nelle decisioni di investimento¹. Essa costituisce il punto di partenza per le analisi sviluppate nei capitoli successivi e si colloca tra i campi più dinamici e dibattuti del diritto e dell'economia dei mercati finanziari contemporanei. Essa si distingue per la sua natura intrinsecamente complessa: in particolare, non costituisce soltanto un insieme di regole o pratiche, ma un vero e proprio sistema in cui interagiscono variabili economiche, istituzionali e sociali.

L'aspetto della complessità implica, innanzitutto, che la finanza sostenibile non può essere analizzata isolatamente, ma va compresa come parte di un intreccio di fattori interdipendenti. Le decisioni di investimento, ad esempio, non producono soltanto effetti sul rendimento atteso, ma influenzano anche la qualità dell'ambiente, il rispetto dei diritti sociali, la stabilità delle comunità locali. Allo stesso tempo, fenomeni globali come il cambiamento climatico o le crisi geopolitiche incidono direttamente sul valore degli asset finanziari, ridisegnando le condizioni operative degli intermediari e delle imprese.

Per lungo tempo, la teoria finanziaria si è concentrata sulla massimizzazione del rendimento in relazione al rischio, trascurando dimensioni esterne apparentemente "non finanziarie". Le crisi recenti hanno però mostrato i limiti di questo approccio, evidenziando la necessità di integrare considerazioni ambientali e sociali per garantire stabilità di lungo periodo. Da qui si è sviluppato il paradigma ESG, che consente di misurare la performance complessiva di un investimento, includendo il suo impatto sulla società e sull'ambiente².

Definire la finanza sostenibile come un sistema complesso significa, inoltre, sottolineare che essa è il prodotto di interazioni tra molteplici attori. Non sono infatti solo i mercati finanziari a determinare il successo o meno delle strategie di sostenibilità, ma anche le istituzioni pubbliche, gli organismi sovranazionali, le imprese, gli intermediari e gli stessi cittadini-investitori. Ciascuno di questi soggetti partecipa alla costruzione del significato stesso di sostenibilità, contribuendo ad alimentare un processo circolare nel quale norme, pratiche e aspettative sociali si influenzano reciprocamente. In altre parole, la finanza sostenibile non è un concetto statico, ma un campo in costante evoluzione, in cui si ridefiniscono continuamente i criteri di legittimità e di efficacia.

¹ Davola A., *Finanza sostenibile e sistemi complessi*, in *Rivista di diritto dell'economia*, 2021.

² *Ibidem*

Un aspetto rilevante di questo carattere sistemico riguarda la tensione tra globalità e località. Da un lato, la sostenibilità finanziaria si iscrive all'interno di un contesto internazionale, guidato da iniziative come l'Accordo di Parigi sul clima, gli Obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (SDGs) e gli standard globali di rendicontazione elaborati da organismi come l'*International Sustainability Standards Board* (ISSB). Dall'altro lato, le modalità di applicazione e di recepimento variano notevolmente a livello locale, rispecchiando differenze economiche, culturali e giuridiche tra gli Stati. L'Unione europea, ad esempio, ha assunto negli ultimi anni il ruolo di *first mover* nella costruzione di un quadro normativo articolato in materia di finanza sostenibile, imponendo regole stringenti sulla disclosure e sulla classificazione degli investimenti. Tuttavia, la specificità europea si confronta con approcci differenti adottati in altre aree del mondo³, creando un mosaico di regole che, se da un lato stimola innovazione, dall'altro rischia di generare frammentazione e incertezza interpretativa.

La natura complessa della finanza sostenibile si manifesta anche nella pluralità di obiettivi che essa si propone di perseguire. Non si tratta infatti soltanto di incentivare pratiche responsabili da parte delle imprese, ma anche di gestire rischi sistemici che possono compromettere la stabilità dell'intero sistema economico-finanziario. I rischi legati ai cambiamenti climatici ne costituiscono l'esempio più evidente: eventi estremi, danni alle infrastrutture, riduzione delle risorse naturali e conseguenze socioeconomiche rappresentano fattori che incidono direttamente sul valore degli attivi finanziari⁴. A ciò si aggiungono rischi di transizione, connessi al mutamento normativo e tecnologico necessario per ridurre le emissioni e promuovere modelli produttivi sostenibili. La finanza sostenibile, pertanto, si configura non solo come un'opportunità etica, ma anche come una necessità economica per garantire resilienza e competitività nel lungo periodo.

In conclusione, la complessità della finanza sostenibile riflette la pluralità di obiettivi e di attori coinvolti, imponendo un equilibrio tra principi generali e regole operative, tra esigenze di mercato e finalità pubbliche. Ammettere e accettare questa sua natura complessa significa riconoscere che non esistono soluzioni univoche, ma percorsi che richiedono cooperazione, innovazione e capacità di adattamento. In questo quadro, il diritto e la regolazione assumono un ruolo fondamentale nel fornire cornici interpretative stabili e strumenti tecnici condivisi, capaci di rafforzare la fiducia degli investitori e di garantire la credibilità del sistema.

³ Riganti F., *Sostenibilità e mercati vigilati: regolatori e operatori nella "galassia" ESG*, Milano, Egea, 2022.

⁴ Davola A., *Finanza sostenibile e sistemi complessi*, cit.

1.2 L'ATTIVISMO NORMATIVO DELL'UE IN MATERIA DI SOSTENIBILITÀ

All'interno di questo paragrafo e nei successivi si entrerà nel dettaglio del quadro regolatorio europeo in termini di sostenibilità. In particolare, si analizzeranno quali sono le direttive e i regolamenti considerati cardine che la Commissione europea e le istituzioni interessate hanno deciso di emanare nell'ambito della finanza sostenibile. Tuttavia, prima di esaminare nel paragrafo 1.3 i tre pilastri considerati fondamentali in materia ESG, è interessante approfondire l'approccio adottato dall'ordinamento comunitario nella propria attività legislativa e regolamentare.

Negli ultimi anni, l'Unione europea ha infatti mostrato un notevole attivismo normativo nel campo della sostenibilità finanziaria. Questo fenomeno, che si inserisce nel più ampio disegno strategico della transizione verde delineato dal *Green Deal* europeo, ha trovato la sua base programmatica nel *Sustainable Finance Action Plan* adottato dalla Commissione nel 2018.⁵ Nel quale l'obiettivo di fondo era quello di reindirizzare i flussi di capitale verso attività sostenibili, gestire i rischi legati al cambiamento climatico e promuovere la trasparenza e la visione di lungo periodo nei mercati finanziari. Inoltre, nonostante il comparto bancario e finanziario rappresenti uno dei principali laboratori di sperimentazione normativa, l'ampiezza di questo processo va oltre il settore finanziario in senso stretto, estendendosi anche a campi quali la disciplina sulla conformità dei prodotti e la responsabilità sociale d'impresa.

A rafforzare la precedente affermazione, basti pensare che nel ramo finanziario si registra l'adozione di una serie di strumenti legislativi senza precedenti, per ampiezza e rapidità di implementazione. All'interno delle sole iniziative riconducibili al *Sustainable Finance Action Plan*, infatti, si collocano normative cardine quali il Regolamento (UE) 2019/2088 (*Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR*)⁶, il Regolamento (UE) 2020/852 (*Tassonomia*)⁷, la Direttiva (UE) 2022/2464 (*Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD*)⁸ e le modifiche ai pacchetti *MiFID II* e *Insurance Distribution Directive (IDD)*. A queste si aggiungono interventi sulla disciplina degli organismi di investimento collettivo (UCITS IV) e sulla Direttiva 2011/61 sui gestori di fondi alternativi (AIFMD), oltre

⁵ Commissione Europea, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, COM(2018) 97 final

⁶ Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio, 27 novembre 2019, sull'informativa di sostenibilità nel settore dei servizi finanziari

⁷ Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio, 18 giugno 2020, che stabilisce un quadro per favorire gli investimenti sostenibili

⁸ Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio, 14 dicembre 2022, sulla rendicontazione societaria di sostenibilità

all'aggiornamento del Regolamento (UE) 2016/1011 sugli indici di riferimento (*Benchmark Regulation* – BMR).

Un ulteriore elemento che caratterizza l'attivismo normativo europeo è la rapidità temporale con cui queste norme sono state concepite e adottate. L'intero processo, precisamente, è pensato per compiersi nell'arco di un decennio: dalla pubblicazione del *Sustainable Finance Action Plan* alla piena applicazione della CSRD e degli atti delegati connessi. Questa accelerazione normativa riflette non solo l'urgenza della transizione verde, ma anche la volontà dell'Unione europea di assumere un ruolo di *first mover* nella regolazione della finanza sostenibile.

Attraverso la definizione di standard stringenti e armonizzati, infatti, l'UE mira a diventare un punto di riferimento globale, influenzando le scelte dei mercati internazionali e rafforzando al contempo la competitività del proprio mercato interno. Dall'altra parte, questa strategia impone agli operatori di mercato un costante adattamento a nuovi standard, spesso introdotti in parallelo e con un alto grado di interconnessione.⁹ Tale scenario, oltre a creare opportunità di sviluppo di un mercato più trasparente e responsabile, pone anche altre sfide rilevanti, per esempio, richiede un complesso lavoro di coordinamento, sia a livello europeo sia in relazione ad altre iniziative globali.

Nel paragrafo successivo, l'analisi dei tre pilastri regolatori principali – SFDR, Regolamento Tassonomia e CSRD – permetterà di comprendere più da vicino come questo attivismo normativo si sia tradotto in un quadro organico di definizioni, obblighi e criteri di classificazione della sostenibilità negli investimenti.

1.3 NORMATIVE CHIAVE: REGOLAMENTO SFDR, REGOLAMENTO TASSONOMIA E CSRD

Nel presente capitolo, come precedentemente affermato, si approfondirà come si è sviluppato il quadro regolatorio europeo sulla finanza sostenibile, trattando le normative ritenute di rilievo in ordine cronologico e rispetto alla funzione di ciascun atto nel sistema. In particolare, si approfondiranno il Regolamento (UE) 2019/2088, proseguendo poi con il Regolamento (UE) 2020/852 ed infine la Direttiva (UE) 2022/2464.

⁹ Michele Sances, *L'evoluzione della sustainability due diligence: dal rischio alla creazione di valore*, in *Sostenibilità e mercati vigilati*, 2024

La prima disposizione che si andrà ad esaminare è il Regolamento (UE) 2019/2088 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari¹⁰. Oggetto del Regolamento è stabilire, per i partecipanti ai mercati finanziari e consulenti finanziari, norme armonizzate in materia di trasparenza nell’integrazione, considerazione e comunicazione delle informazioni connesse alla sostenibilità.

All’interno di questa disposizione vennero introdotte numerose definizioni rilevanti che è necessario affrontare prima di sviscerare la normativa. Tra le principali riconosciamo la definizione di “fattori di sostenibilità¹¹”, con i quali ci si riferisce alle problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, ad esempio: il rispetto dei diritti umani e questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva. Tali fattori rappresentano la base concettuale per l’intero impianto normativo europeo sulla finanza sostenibile.

Congiuntamente alla determinazione dei fattori di sostenibilità scaturisce quello che all’interno del Regolamento viene descritto come “investimento sostenibile¹²”, da intendersi come un investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, sociale e/o in capitale umano, a condizione che non rechino danno a nessuno di tali obiettivi e che le imprese beneficiarie di tali investimenti rispettino prassi di buona governance. Successivamente all’interno delle stesse definizioni viene illustrato il “rischio di sostenibilità”, individuato come un evento o condizione di tipo ambientale, sociale, o di governance che potrebbe provocare un impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell’investimento.

Immergendosi ora nel dettaglio del Regolamento introdotto si distinguono due tipologie di soggetti ai quali gli obblighi di trasparenza sono imposti: i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari.

Per entrambi il Regolamento prevede obblighi di rendicontazione su due livelli distinti: “a livello di entità, ovvero con riferimento alle politiche aziendali e ai processi decisionali adottati dall’intermediario”, e “a livello di prodotto, ossia in relazione alle caratteristiche di sostenibilità degli strumenti finanziari proposti alla clientela”.

In particolare, gli obblighi a livello di entità richiedono la pubblicazione di informazioni relative all’integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi decisionali per gli investimenti, e alla considerazione dei principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori ESG, i cosiddetti *Principal Adverse Impacts* (PAI). In altre parole, il SFDR distingue così due dimensioni della sostenibilità, la prima detta “*outside-in*” che considera l’impatto che le questioni ambientali e sociali hanno sull’investimento, e la seconda detta “*inside-out*” che riguarda l’impatto, potenzialmente negativo, che l’investimento produce sui fattori di sostenibilità.

¹⁰ Regolamento (UE) 2019/2088 cit.

¹¹ Ibidem, art. 2, par. 24

¹² Ibidem, art. 2, par. 17

Questa distinzione, introdotta dal Regolamento e successivamente ripresa in altri atti normativi, è definita di “doppia materialità” e caratterizza il quadro normativo comunitario¹³, in quanto richiede agli intermediari finanziari di considerare e dichiarare l’impatto che le decisioni di investimento possono generare sui fattori di sostenibilità, giustificando l’eventuale omissione.

A livello di prodotto invece, i partecipanti sono chiamati a rispettare oneri di divulgazione che variano a seconda delle ambizioni di sostenibilità del prodotto finanziario. In particolare, si differenziano dei prodotti che promuovono caratteristiche ambientali o sociali ex art. 8, i cosiddetti prodotti finanziari “*light green*”, e dei prodotti che invece hanno come obiettivo l’investimento sostenibile ex art. 9, detti prodotti finanziari “*dark green*”. Per quanto riguarda i prodotti ex art. 8, gli intermediari devono comunicare informazioni sulle caratteristiche ambientali e sociali che essi promuovono, nonché sulle metodologie utilizzate per monitorare, valutare e misurare tali caratteristiche. Per i prodotti ex art. 9 invece, occorre che sia specificato l’obiettivo che si intende perseguire, le metodologie utilizzate per valutare, misurare e monitorare l’impatto complessivo degli investimenti di tale prodotto finanziario, nonché le fonti dei dati e i criteri di vaglio tecnico per le attività sottostanti.

In sintesi, con l’adozione dello SFDR, l’Unione europea ha definito un quadro armonizzato di obblighi informativi in materia di sostenibilità per operatori e prodotti finanziari. Tuttavia, per rendere tali obblighi effettivi e comparabili, era necessario introdurre anche criteri chiari e un linguaggio comune per stabilire quando un’attività economica possa essere considerata sostenibile.

A tale esigenza risponde il Regolamento (UE) 2020/852, noto come Regolamento Tassonomia, che fornisce un sistema di classificazione uniforme delle attività economiche sostenibili all’interno del mercato unico¹⁴. In altre parole, il Regolamento SFDR obbliga i soggetti interessati a dichiarare la quota di investimenti di un prodotto in attività sostenibili, mentre la Tassonomia fornisce sia i criteri oggettivi per calcolare tale quota, sia la definizione delle attività rilevanti ai fini del calcolo.

Le disposizioni della Tassonomia trovano applicazione, in particolare, nei confronti dei partecipanti ai mercati finanziari che offrono prodotti finanziari e delle imprese soggette all’obbligo di rendicontazione non finanziaria. Individuato il campo di applicazione, il Regolamento approfondisce quando un’attività economica è considerabile come ecosostenibile.

¹³ Marco Bodellini, *Servizi di investimento, prodotti finanziari e rischio di greenwashing*, in *Sostenibilità e mercati vigilati*, 2024

¹⁴ Regolamento (UE) 2020/852 cit.

Ai sensi dell'articolo 3 del suddetto Regolamento, infatti, un'attività economica viene considerata ecosostenibile quando soddisfa tutte le seguenti condizioni¹⁵: ossia, contribuisce in modo sostanziale ad almeno uno dei sei obiettivi ambientali stabiliti dal Regolamento, non arreca danno significativo a nessuno degli altri obiettivi ambientali (*principio Do No Significant Harm – DNSH*), è svolta nel rispetto dei criteri di vaglio tecnico stabiliti dalla Commissione e delle garanzie minime in materia di diritti umani, lavoro e governance. Il primo requisito, ossia il contributo sostanziale a un obiettivo ambientale, trova attuazione attraverso la lista dei sei obiettivi individuati all'articolo 9 del Regolamento, tra i quali distinguiamo, ad esempio, la mitigazione e l'adattamento ai cambiamenti climatici, la transizione verso un'economia circolare, la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento.

Il secondo requisito, ossia quello del '*Do No Significant Harm*', sancito all'articolo 17¹⁶, lascia interpretare che la sostenibilità deve essere valutata in maniera olistica, evitando che il miglioramento di un aspetto ambientale si traduca in un deterioramento di un altro. Ad esempio, un impianto di produzione di energia rinnovabile che comporti gravi danni alla biodiversità o all'uso sostenibile delle risorse idriche non rispetterebbe il DNSH. Tale principio, tuttavia, non va osservato solo concettualmente, ma deve essere dimostrato in maniera concreta dagli operatori finanziari nelle informative precontrattuali e nella rendicontazione periodica, soprattutto quando un prodotto viene presentato come sostenibile, ai sensi dello SFDR.

Il Regolamento prevede inoltre, l'adozione di criteri di vaglio tecnico da parte della Commissione europea, destinati a fornire parametri oggettivi per valutare sia il contributo sostanziale a un obiettivo ambientale sia il rispetto del DNSH. Tali criteri, contenuti in specifici atti delegati, sono differenziati per settore economico e definiscono soglie minime di prestazione, metodologie di calcolo e requisiti di monitoraggio.

Infine, accanto al DNSH e ai criteri di vaglio tecnico, l'articolo 18 stabilisce l'obbligo di conformarsi a specifiche garanzie minime¹⁷, volte a tutelare i diritti fondamentali e assicurare una condotta responsabile sotto il profilo sociale e della governance. Il rispetto di queste garanzie è requisito imprescindibile affinché un'attività possa qualificarsi come ecosostenibile, indipendentemente dalla sua performance ambientale.

Il quadro normativo delineato dallo SFDR e dalla Tassonomia ha posto, come illustrato precedentemente, solide basi per la definizione e la classificazione della sostenibilità negli investimenti. Tuttavia, per garantire che le normative non si traducano in una mera divulgazione di informazioni, l'Unione europea ha introdotto un ulteriore pilastro

¹⁵ Ibidem, art. 3

¹⁶ Ibidem, art. 17

¹⁷ Ibidem, art. 18

regolatorio: la Direttiva (UE) 2022/2464, nota come *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD)¹⁸.

Tale Direttiva amplia in modo significativo l'ambito e la qualità della rendicontazione di sostenibilità, sostituendo la precedente *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD) e rafforzando l'integrazione dei principi ESG nelle comunicazioni societarie obbligatorie¹⁹. In altre parole, si pone l'obiettivo di assicurare che le informazioni fornite dagli operatori economici siano effettivamente confrontabili, affidabili e coerenti con le definizioni stabilite nelle precedenti normative.

Dal punto di vista applicativo, la CSRD impatta in maniera diretta sulle grandi imprese e sulle società quotate nei mercati regolamentati dell'UE, ma i suoi effetti si estendono ben oltre, coinvolgendo in maniera indiretta una vasta platea di soggetti. La Direttiva introduce infatti l'obbligo di rendicontazione lungo l'intera catena del valore (*supply chain*), spingendo i diversi attori che compongono l'ecosistema delle imprese interessate verso pratiche più sostenibili.

L'ambito di applicazione include anche le imprese non europee che operano nell'UE tramite filiali e che realizzano ricavi netti superiori a 150 milioni di euro. Inoltre, a partire dal 2028, l'obbligo si estenderà anche alle PMI quotate. In tal modo, la CSRD amplia sensibilmente la platea rispetto alle normative precedenti, introducendo obblighi di trasparenza più dettagliati sull'impatto che le attività aziendali generano sui fattori ESG.

Dopo aver individuato i soggetti destinatari, la CSRD entra nel merito della tipologia e delle modalità di comunicazione delle informazioni di sostenibilità. Le imprese sono tenute a rendicontare, in primo luogo, gli impatti che il loro modello di business e le loro attività generano sui fattori ESG, nonché il modo in cui le dinamiche ambientali, sociali e di governance influenzano a loro volta le performance e le prospettive aziendali.

Tali informazioni non possono essere collocate in un semplice allegato al bilancio, ma devono essere presentate in un'apposita sezione della Relazione sulla Gestione. Il contenuto minimo richiesto comprende: una descrizione sintetica del modello aziendale, delle politiche e delle procedure di due diligence adottate, dei risultati conseguiti, nonché dei rischi connessi alle attività d'impresa, ai prodotti e servizi offerti e ai rapporti intrattenuti.

Un ulteriore elemento di rilievo riguarda la garanzia di attendibilità delle informazioni: la Direttiva stabilisce che i report di sostenibilità siano oggetto di verifica da parte di un revisore legale o di un soggetto certificatore indipendente accreditato, aprendo alla possibilità di standard di *assurance* specifici per le competenze in materia ESG.

¹⁸ Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio, 14 dicembre 2022

¹⁹ *Ibidem*, considerando 6

Dal punto di vista contenutistico, la CSRD adotta il principio della doppia materialità, secondo cui un'informazione è rilevante, e dunque obbligatoria nel report, se significativa per l'impresa dal punto di vista economico-finanziario (*financial materiality*) o per il contesto socio-ambientale di riferimento (*impact materiality*)²⁰. Entrambe le dimensioni devono essere considerate sullo stesso piano, in coerenza con l'impostazione già introdotta precedentemente nel presente paragrafo dallo SFDR.

Tra le principali novità si segnala, inoltre, l'obbligo di fornire informazioni sugli asset intangibili prodotti internamente, compresi il capitale intellettuale, umano, sociale e relazionale. Sebbene non emergano dal bilancio d'esercizio, tali elementi sono fondamentali per consentire agli investitori di valutare la capacità dell'impresa di generare valore sostenibile nel medio-lungo periodo.

A completamento del quadro, la CSRD prevede che la rendicontazione di sostenibilità avvenga secondo standard europei comuni (*European Sustainability Reporting Standards – ESRS*), elaborati dall'*European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG)* con un approccio multi-stakeholder e con il contributo tecnico delle principali agenzie europee²¹. Tali standard coprono l'intero spettro delle tematiche ESG e hanno una duplice funzione: da un lato, garantire coerenza e confrontabilità delle informazioni all'interno dell'Unione; dall'altro, contribuire al processo di convergenza globale, risultando allineati con i principi elaborati dall'*International Sustainability Standards Board (ISSB)* nell'ambito della *IFRS Foundation*.

L'EFRAG ha inoltre sviluppato un *voluntary reporting standard for SMEs (VSME)*, ossia un quadro semplificato di rendicontazione pensato per le piccole e medie imprese non quotate, con l'obiettivo di agevolare il loro progressivo allineamento agli standard di sostenibilità²².

La Direttiva impone, in aggiunta, un dovere di informazione e dialogo tra il management e i rappresentanti dei lavoratori, al fine di discutere le informazioni di sostenibilità rilevanti e i mezzi per ottenerle e verificarle rafforzando quindi anche il profilo relazionale della rendicontazione. Quest'ultima, pertanto, non si limita a fotografare il grado di sostenibilità dell'impresa, ma diventa uno strumento di dialogo continuo con i diversi *stakeholder* (dipendenti, fornitori, clienti, comunità locali) e di pianificazione strategica.

Infine, la CSRD richiede che le imprese includano nei propri report i piani di transizione verso un'economia sostenibile, in linea con l'obiettivo di limitare il riscaldamento globale a 1,5°C previsto dall'Accordo di Parigi e con il traguardo dell'Unione europea di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050.

²⁰ Ibidem, art. 29b

²¹ European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), *European Sustainability Reporting Standards (ESRS)*, 2023

²² EFRAG, *Voluntary ESRS for SMEs*, 2024

In sintesi, l'architettura regolatoria europea sulla finanza sostenibile, costruita attraverso l'SFDR, il Regolamento Tassonomia e la CSRD, definisce un quadro organico che combina obblighi informativi, criteri di classificazione e standard di rendicontazione, superando l'approccio frammentario delle fasi iniziali. Tuttavia, se da un lato tale quadro appare ambizioso e strutturato, dall'altro esso si caratterizza per un'impostazione prevalentemente “per principi”²³, che lascia ampi margini interpretativi agli operatori di mercato. Nel prossimo paragrafo sarà quindi analizzato questo approccio, mettendone in evidenza le potenzialità, ma anche le criticità e i rischi che ne derivano.

1.4 UNA REGOLAZIONE PIÙ “PER PRINCIPI”: CRITICITÀ E RISCHI

Dopo aver esaminato l'architettura dei tre principali pilastri regolatori della finanza sostenibile europea è necessario, come anticipato, soffermarsi sulle criticità che caratterizzano l'approccio normativo dell'Unione. Il presente paragrafo, infatti, si pone l'obiettivo di analizzare i rischi, comprendere meglio i limiti e le potenzialità di un sistema normativo che, pur rappresentando un unicum, non è esente da tensioni interne.

Le principali criticità possono essere ricondotte, da un lato, all'adozione sempre più diffusa di un modello regolativo così definito “per principi”²⁴. Tradizionalmente, infatti, l'impianto del diritto europeo in materia bancaria e finanziaria, è ispirato a una logica prescrittiva. In particolare, il legislatore individua una fattispecie astratta, collegandovi uno specifico effetto giuridico e una sanzione, lasciando all'interprete l'attività ermeneutica di applicare la norma al caso concreto. Questo modello, logicamente, garantisce un alto livello di certezza del diritto, in quanto delinea chiaramente il perimetro entro cui i soggetti possono muoversi²⁵.

Negli ultimi anni, e con riferimento alla sostenibilità specialmente, si è affermato un diverso approccio, definibile come regolazione per principi. In quest'ultima, le disposizioni normative non si limitano a tipizzare in maniera puntuale i comportamenti ammessi o vietati, ma valorizzano la ratio sottostante, ossia l'obiettivo finalistico della disciplina. In altre parole, sono gli operatori, le imprese, l'autorità di vigilanza e gli intermediari a dover calare

²³ Antonio Davola, *Greenhushing di prodotti finanziari e informazione al mercato*, in *Sostenibilità e mercati vigilati*, 2024

²⁴ Michele Sances, *cit.*

²⁵ C. Lucarelli, C. Mazzoli, *Introduzione alla sostenibilità aziendale. La finanza sostenibile*, 2022

il principio astratto nella pratica quotidiana, determinando le fattispecie concrete di volta in volta rilevanti²⁶.

Questo mutamento da una normativa prescrittiva ad una per principi riflette la consapevolezza che i temi della sostenibilità presentano una complessità tale da non poter essere racchiusi in schemi rigidi. La velocità dell'innovazione tecnologica, la continua evoluzione dei mercati e la molteplicità degli interessi coinvolti richiedono strumenti flessibili, capaci di adattarsi alle best practice di settore e alle mutevoli esigenze del contesto economico-sociale²⁷. In questa prospettiva, la normativa per principi è senza dubbio più attuabile e pertinente, in quanto consente un margine di adattabilità che il diritto prescrittivo tradizionale non garantirebbe.

Tuttavia, questo approccio porta con sé rischi significativi. In primo luogo, vi è un problema di chiarezza del diritto: se la norma indica obiettivi generali senza definire puntualmente le modalità di attuazione, gli operatori possono trovarsi in difficoltà nell'individuare comportamenti sicuramente conformi. Ciò genera disomogeneità interpretative e applicative, con conseguente rischio di frammentazione tra ordinamenti nazionali e persino tra singoli operatori.

In secondo luogo, va sottolineato come, sul piano pratico, la legislazione per principi possa tradursi in una sorta di deresponsabilizzazione del legislatore. Il quale delega la concretizzazione delle regole al mercato o all'autorità di vigilanza, senza assumersi l'onere di delineare confini chiari. Tale scenario, potrebbe comportare un vero e proprio deficit di legalità sostanziale²⁸, nel quale la discrezionalità interpretativa diventa eccessiva.

In contrapposizione con i potenziali rischi precedentemente definiti, si possono individuare anche dei vantaggi nell'adoperare una regolazione per principi. In particolare, l'indeterminatezza dei principi di sostenibilità obbliga gli interpreti a un costante lavoro di adattamento, ciò garantisce che la disciplina sia viva e in dialogo con i cambiamenti del contesto socioeconomico. In questo senso, la regolazione per principi può essere vista come uno strumento di "apertura" del diritto²⁹, in quanto consente un coinvolgimento maggiore di tutti gli stakeholders nella definizione dei contenuti concreti della sostenibilità.

Al fine di rendere più chiara ed evidente l'ideologia delineata in precedenza, è di estrema utilità analizzare un caso concreto, con specifico riferimento al principio del *Do No Significant Harm* (DNSH)³⁰.

²⁶ Antonio Davola, *cit.*

²⁷ *Ibidem*

²⁸ Antonio Davola, *op. cit.*

²⁹ Dorian Cucinelli, Maria Gaia Soana, *Investor preferences, financial literacy and intermediary choice towards sustainability, Research in International Business and Finance* (2023)

³⁰ Regolamento (UE) 2019/2088, *cit.*

All'interno del Regolamento SFDR, come descritto nel paragrafo 1.3, un investimento è individuato come sostenibile quando contribuisce a un obiettivo ambientale o sociale, a condizione che non arrechi danni significativi ad altri obiettivi e che le imprese beneficiarie rispettino buone pratiche di governance.

Questa definizione ha il pregio di comprendere simultaneamente le tre dimensioni dell'ESG, ossia ambientale, sociale e di governance, fornendo un quadro ampio e integrato. Il principio DNSH, in particolare, impedisce che un investimento sostenibile in un ambito (per esempio, ambientale) possa produrre effetti negativi in un altro (per esempio, sociale)³¹.

All'interno del Regolamento Tassonomia, tuttavia, viene adottata e definita una concezione più ristretta: infatti afferma che il DNSH si applica solo agli obiettivi ambientali, senza considerare la dimensione sociale e quella di governance. Ne consegue quindi, una potenziale incoerenza, potendo un'attività qualificata come sostenibile ai sensi della Tassonomia, in linea teorica, non rispettare gli standard sociali previsti dal SFDR, creando difficoltà applicative e rischi di disallineamento per gli operatori di mercato³².

Questa divergenza non va solamente percepita come un dettaglio tecnico, al contrario, ciò incide profondamente sulla certezza e comparabilità delle informazioni. In altri termini, a livello pratico, gli investitori e le imprese potrebbero trovarsi di fronte a classificazioni differenti per la stessa attività a seconda della norma di riferimento, con conseguente aumento, anche involontario, del rischio di *greenwashing*. Quest'ultimo, il quale verrà approfondito meglio nel capitolo seguente, è un termine utilizzato in finanza per indicare la pratica di presentare, in maniera fuorviante, determinati investimenti o prodotti finanziari, come se questi avessero caratteristiche di sostenibilità che in realtà non possiedono, portando ad una vendita inappropriata rispetto alle esigenze degli investitori³³.

In definitiva, i rischi, le criticità esaminate e le divergenze tra SFDR e Tassonomia, specialmente con riferimento al DNSH evidenziano la difficoltà di tradurre in regole giuridiche un concetto, quello di sostenibilità, che è intrinsecamente multidimensionale e in continua evoluzione. Tuttavia, non devono essere interpretate come fallimenti del progetto europeo, bensì come il segno di una sfida in corso. In particolare, quella di costruire un diritto della sostenibilità che sappia bilanciare certezza e flessibilità, principi generali e operatività concreta. Sarà da questo equilibrio che dipenderà la capacità dell'UE di mantenere il proprio ruolo di *first mover* nella regolazione della finanza sostenibile e di rafforzare, al contempo, la competitività del mercato interno.

Nel capitolo successivo, proprio questi margini di incertezza costituiranno la premessa per analizzare come gli operatori abbiano reagito, sia in termini di offerta sia di domanda, di prodotti finanziari sostenibili.

³¹ Regolamento (UE) 2020/852, cit.

³² Ibidem, art. 3 e 18

³³ Marco Bodellini, *op. cit*

CAPITOLO 2: GLI EFFETTI DELLA REGOLAZIONE ESG SULL'OFFERTA FINANZIARIA

2.1 IMPATTO SUL MERCATO FINANZIARIO E SUGLI OPERATORI

Dopo aver analizzato nel capitolo precedente gli obblighi normativi introdotti dallo SFDR, dal Regolamento Tassonomia e dalla CSRD, nei capitoli successivi, l'attenzione si sposterà dall'analisi normativa all'osservazione delle sue implicazioni concrete sul mercato, valutando come tali regole abbiano influenzato l'offerta di prodotti finanziari e le scelte della domanda da parte degli investitori.

In altre parole, nel presente capitolo si andrà ad analizzare la traduzione della norma nella pratica quotidiana di banche, gestori di fondi, compagnie assicurative e altri intermediari.

Successivamente all'emanazione delle sopra citate disposizioni, il primo ambito di analisi che ne ha risentito, in maniera intuitiva ma non necessariamente negativa, è il mercato.

L'impatto delle nuove regole di *disclosure* ha infatti favorito, in primo luogo, una maggiore documentazione precontrattuale³⁴. Più nello specifico, i prospetti precontrattuali e i report periodici devono ora includere sezioni dedicate alla sostenibilità, con indicazione chiara delle metodologie utilizzate per valutare l'impatto ESG dei prodotti forniti alla clientela. In secondo luogo, la nuova regolazione ha dato il via ad un processo di standardizzazione della documentazione informativa.

Quest'ultimo ha accresciuto, di conseguenza, il grado di comparabilità tra i fondi e, in generale, tra le diverse soluzioni di investimento, rendendo più trasparente la competizione tra operatori³⁵. Permettendo inoltre, agli investitori e al mercato nella sua interezza, di individuare con maggiore semplicità i prodotti più coerenti con le proprie preferenze di investimento sostenibile, favorendo così un'allocazione più efficiente dei capitali. La disclosure, sotto questo punto di vista quindi, non si limita a rappresentare un obbligo normativo, ma diventa a tutti gli effetti uno strumento competitivo: chi è in grado di comunicare in modo più chiaro e convincente la sostenibilità dei propri prodotti può conquistare la fiducia degli investitori e rafforzare la propria posizione sul mercato³⁶.

³⁴ Regolamento UE 2019/2088, cit.

³⁵ Stefania Santamaria, *Dalla Sustainable Finance Disclosure al declassamento dei fondi di investimento*, in *Sostenibilità e mercati vigilati*, 2024

³⁶ G. Scheitza, "From Transparency to Strategy: The Role of ESG Disclosure", *Journal of Sustainable Finance*, 2024

Delineato tale scenario di mercato, è ragionevole per gli operatori investire e perfezionare la propria organizzazione interna, al fine garantire la conformità normativa e, conseguentemente, competitività sul mercato. Negli ultimi anni, infatti, gli intermediari hanno dovuto, a tal fine, rafforzare le proprie strutture di compliance ESG, creando reparti dedicati o integrando le funzioni già esistenti con competenze specialistiche³⁷. In molti casi si è assistito, ad esempio, alla nascita di nuove figure professionali, quali il *sustainability officer* o l'*ESG data analyst*, incaricate di monitorare i rischi di sostenibilità, raccogliere dati rilevanti e predisporre la documentazione necessaria per la rendicontazione. In altri casi ancora, si è osservata la necessità di introdurre o potenziare sistemi informatici per la raccolta, gestione e validazione dei dati ESG, solitamente integrati con le piattaforme di reporting finanziario tradizionale³⁸.

Parallelamente, gli adeguamenti organizzativi interni appena descritti, nonché gli obblighi di disclosure, hanno generato un aumento significativo dei costi di compliance. Nello specifico le attività di raccolta, validazione e pubblicazione dei dati ESG comportano oneri amministrativi e tecnologici rilevanti, che pesano in misura maggiore sugli operatori di dimensioni ridotte, come le piccole SGR o le banche locali, in quanto molto meno attrezzate per gestire una regolazione così complessa³⁹.

Accanto alla crescita dei costi di compliance, le nuove norme, come già analizzato nel primo capitolo, hanno inciso sulla governance interna, imponendo agli intermediari di integrare i rischi ESG non solo nelle politiche di investimento, ma anche nei processi decisionali e di gestione del rischio. I consigli di amministrazione hanno dovuto approvare, in via non del tutto eccezionale, nuove policy di sostenibilità, aggiornare le procedure di *risk management* e formare il personale per garantire un'effettiva ottemperanza alle norme⁴⁰.

Insieme alle opportunità che questa nuova regolazione ha fornito non solo agli operatori, ma, come si è visto, anche al mercato e alla sua competitività, sono emerse anche diverse criticità rilevanti. La più evidente tra queste riguarda la qualità e disponibilità dei dati ESG: molte imprese, ad esempio, non forniscono ancora informazioni complete o comparabili, costringendo quindi gli intermediari finanziari a basarsi su stime o fonti di terze parti⁴¹. Tale scenario, pertanto, determina un forte rischio di disomogeneità tra operatori e aumenta le difficoltà nel valutare correttamente l'impatto di sostenibilità degli investimenti. In altri termini, la mancanza di dati uniformi obbliga gli operatori a formulare valutazioni parziali e spesso divergenti, con il rischio che due prodotti simili vengano presentati sul mercato in modo diverso, alimentando confusione tra gli investitori e minando la comparabilità che la normativa mirava a garantire.

³⁷ M. Di Donato, *L'uso delle tecnologie digitali nella rendicontazione ESG*, 2023

³⁸ Filippo Sartori, *Fattori ESG e impresa bancaria di prossimità: criticità e prospettive*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2024

³⁹ Melissa Capelli, *cit.*

⁴⁰ *Ibidem*

⁴¹ Dorian Cucinelli, Maria Gaia Soana, *cit.*

La grande mole di dati e report generati, tuttavia, alimenta un ulteriore problema: l'*overload* informativo, secondo il quale la moltitudine di dati rischia di confondere più che chiarire, sia dal punto di vista degli investitori retail sia per gli stessi operatori finanziari⁴².

Alle due criticità appena individuate se ne aggiungono altre due già citate nel capitolo precedente: l'incertezza interpretativa delle norme e il rischio di greenwashing. La prima di queste, vale a dire l'incertezza interpretativa delle norme, è già stata esaurientemente descritta in precedenza, in quanto si allaccia al fulcro e all'oggetto del paragrafo 1.3, ovvero ai margini di discrezionalità troppo ampi della normativa, che possono portare a divergenze applicative tra Stati membri e tra soggetti differenti all'interno del mercato⁴³. Il rischio di greenwashing, anch'esso già trattato ma solamente definito precedentemente, non va sottovalutato, poiché la pressione a soddisfare gli obblighi di disclosure può spingere alcuni operatori a presentare in modo eccessivamente ottimistico le caratteristiche ESG dei propri prodotti, tradendo così la finalità originaria della regolazione⁴⁴. In questo senso, la stessa normativa rischia di trasformarsi da strumento di tutela della fiducia degli investitori a causa potenziale di ulteriore confusione sul mercato.

Per concludere questo paragrafo, infine, si può capire come gli obblighi di disclosure abbiano prodotto una trasformazione profonda dell'organizzazione interna degli operatori e delle dinamiche concorrenziali del mercato, con vantaggi in termini di trasparenza ma anche con non trascurabili criticità. Nel paragrafo successivo si vedrà come questi adattamenti interni si siano tradotti in una vera e propria riformulazione dell'offerta di prodotti finanziari sostenibili, modificando la classificazione e le caratteristiche degli strumenti messi a disposizione degli investitori.

2.2 RIFORMULAZIONE DEI PRODOTTI ESG E CLASSIFICAZIONI DI MERCATO

Per comprendere appieno come la regolazione europea abbia inciso sull'offerta di prodotti finanziari, occorre, come anticipato, soffermarsi sulla classificazione introdotta dal Regolamento SFDR. Tale classificazione, fondata sul diverso grado di integrazione dei fattori ESG⁴⁵, costituisce il riferimento fondamentale attraverso cui gli operatori hanno

⁴² Lucarelli C., Mazzoli C., *cit*

⁴³ Antonio Davola, *cit*

⁴⁴ Marco Bodellini, *cit*

⁴⁵ Regolamento (UE) 2019/2088 *cit*

ridefinito la propria gamma di strumenti, adattandola alle nuove esigenze normative e di mercato.

Articolata in tre categorie principali, essa rappresenta il punto di riferimento per la definizione dell'identità sostenibile di un prodotto finanziario e, come si vedrà, condiziona in modo rilevante le strategie di posizionamento degli operatori di mercato.

La prima categoria è costituita dai prodotti che non integrano alcuna considerazione ESG rilevante, né promuovono caratteristiche ambientali o sociali, né perseguono un obiettivo di investimento sostenibile⁴⁶. Tali prodotti rientrano nella definizione dell'articolo 6 SFDR e sono soggetti a obblighi informativi minimi: devono dichiarare se, e in che misura, tengano conto dei rischi di sostenibilità, ma senza ulteriori requisiti di dettaglio. Nella prassi, tale categoria corrisponde spesso a prodotti "tradizionali", che non si qualificano come ESG.

La seconda categoria riguarda i prodotti che promuovono caratteristiche ambientali o sociali, a condizione che le imprese beneficiarie rispettino pratiche di buona governance. Questi strumenti ricadono sotto l'articolo 8 SFDR e sono spesso definiti "*light green*"⁴⁷. Non richiedono che l'investimento persegua un obiettivo ESG, ma impongono obblighi di trasparenza più articolati, sia nella documentazione precontrattuale sia nei report periodici. Devono infatti indicare con chiarezza le caratteristiche promosse, i criteri adottati per la selezione degli investimenti e i metodi utilizzati per la valutazione dell'efficacia delle strategie ESG.

Infine, l'articolo 9 SFDR disciplina la terza ed ultima categoria di prodotti. Questi ultimi definiti anche "*dark green*", hanno come obiettivo esplicito un investimento sostenibile e, a differenza dei prodotti ex art. 8, non è sufficiente soltanto promuovere caratteristiche ESG. Al contrario, per questi è necessario che l'intera strategia di investimento sia orientata ad un impatto positivo su obiettivi ambientali o sociali, nel rispetto del principio del "*Do No Significant Harm*" (DNSH), nonché di precisi requisiti di governance. Di conseguenza, i prodotti ex art. 9 sono sottoposti ad obblighi informativi più rigorosi e sono generalmente percepiti dal mercato come l'espressione più ambiziosa della finanza sostenibile regolata.

L'introduzione della tripartizione appena descritta ha agevolato, in primis, una prima segmentazione del mercato ESG e, successivamente ha spinto gli operatori finanziari a ripensare in modo strategico la propria offerta di prodotti, con l'obiettivo di posizionarsi favorevolmente nel nuovo contesto regolatorio e reputazionale. Numerosi operatori, infatti, mossi da tale scenario, hanno modificato in modo concreto le strategie gestionali adottate. Tra le pratiche più diffuse si annoverano ad esempio, l'integrazione di filtri di esclusione per settori ritenuti non sostenibili, l'adozione di criteri *best-in-class*, ossia la pratica di

⁴⁶ European Commission, *Sustainable Finance Disclosure Regulation cit.*

⁴⁷ Doriana Cucinelli, cit

selezionare emittenti con performance ESG superiori alla media del settore, o ancora il coinvolgimento nelle attività di engagement e voto nelle assemblee societarie.

La regolazione ha inoltre incentivato una vera e propria riformulazione dei fondi, sia dal punto di vista della documentazione, sia nella struttura interna delle strategie di investimento. In una moltitudine di casi, infatti, i gestori hanno scelto di adattare strumenti già esistenti aggiungendo nei prospetti informativi o nelle policy d'investimento riferimenti espliciti a tematiche ESG, così da collocare i fondi nella categoria “*light green*” ex art. 8. Il passaggio più ambizioso, si registra però con l'attribuzione della classificazione ex art. 9, la quale richiede uno sforzo aggiuntivo in termini di coerenza, misurabilità e dimostrabilità degli obiettivi sostenibili perseguiti⁴⁸. Nello specifico, per rientrare in questa categoria, molti gestori hanno dovuto implementare nuovi sistemi di raccolta dati, affinare le metriche di impatto, e rivedere i criteri di selezione dei titoli.

Tuttavia, se da un lato la pressione regolatoria ha motivato gli operatori del mercato finanziario a porre in essere, almeno da un punto di vista formale, le varie modifiche appena analizzate, dall'altro, non sempre ciò ha comportato una trasformazione da un punto di vista sostanziale⁴⁹. Spesso, infatti, si è assistito ad interventi prevalentemente funzionali, volti più a ridefinire il posizionamento commerciale del prodotto che a modificarne in profondità la struttura di investimento. In alcune realtà, infatti, l'integrazione ESG non è stata adeguatamente accompagnata da una reale revisione del processo decisionale, ma è stata tradotta in semplici check-list procedurali, che non incidono in modo significativo sull'allocazione del capitale.

Tale scenario apre quindi, un ampio dibattito interpretativo sulla coerenza tra i requisiti normativi e il contenuto economico-finanziario degli strumenti, tra le dichiarazioni formali e la reale sostanza degli interventi. Queste considerazioni accrescono il rischio che la sostenibilità venga interpretata più come un'etichetta esteriore, che come una caratteristica concreta degli strumenti finanziari, con ripercussioni rilevanti anche sull'affidabilità e sulla credibilità del sistema. A peggiorare ulteriormente il contesto definito, vi sono, come approfondito nel capitolo precedente, le ambiguità interpretative della normativa stessa. Queste, e con particolare riferimento al principio DNSH, hanno creato forti divergenze tra operatori nella definizione del perimetro degli investimenti sostenibili, alimentando incertezza e, talvolta, comportamenti opportunistici.

In altri termini, il quadro che viene a delinearsi per quanto riguarda l'offerta è quello di una regolazione che ha certamente innescato un processo generalizzato di adattamento, ma nel quale il grado di profondità della riformulazione varia significativamente. Alcuni operatori hanno colto l'occasione per ridefinire in modo autentico le proprie strategie ESG, mentre altri si sono limitati a un adeguamento formale, sfruttando le lacune della normativa. Questo

⁴⁸ Melissa Capelli, *cit*

⁴⁹ Marco Bodellini, *cit*

scenario ibrido rappresenta il terreno su cui si innestano diverse tensioni, incentrate sulle criticità interpretative e sull'utilizzo strumentale delle categorie regolatorie.

Tra le principali tensioni-conseguenza va senz'altro approfondito il cosiddetto opportunismo normativo. Questo fenomeno non implica un'infrazione esplicita delle regole, ma evidenzia come l'assenza di criteri pienamente vincolanti e la flessibilità concessa dal legislatore possano trasformarsi in un terreno fertile per strategie funzionali, capaci di soddisfare formalmente gli obblighi di disclosure senza garantire una reale integrazione dei fattori ESG nei processi di investimento⁵⁰. Tale dinamica si inserisce in un contesto in cui la classificazione normativa non comporta un processo autorizzativo o una validazione preventiva da parte delle autorità di vigilanza: sono gli stessi operatori, infatti, a decidere se etichettare un fondo come ex art. 8 o 9, assumendosi la responsabilità della coerenza tra dichiarazioni e contenuto effettivo⁵¹. Ne consegue che l'autodichiarazione, pur garantendo flessibilità, apre inevitabilmente ancor di più la strada a interpretazioni funzionali della disciplina.

Un ulteriore elemento di particolare rilievo è l'assenza, almeno in fase iniziale, di standard univoci per valutare l'effettiva sostenibilità di un prodotto. Ciò ha portato alla coesistenza, all'interno della medesima categoria, di fondi con caratteristiche ESG profondamente diverse tra loro, nonché alla compresenza di strategie effettivamente verdi e approcci “*light*” che si limitano a menzionare genericamente principi di sostenibilità, senza una concreta integrazione nei processi decisionali, riducendo di molto la trasparenza e alimentando la confusione nel mercato.

Accanto all'opportunismo normativo, va segnalata un'ulteriore conseguenza, strettamente collegata ma non meno rilevante: il rischio di arbitraggio regolatorio. Con questa espressione si intende l'utilizzo strategico dei vuoti e delle ambiguità del quadro normativo per collocare i prodotti nella categoria ritenuta più conveniente, indipendentemente dall'effettiva natura e dalle caratteristiche oggettive dello strumento. A differenza dell'opportunismo, che si limita a enfatizzare il lato comunicativo della sostenibilità, l'arbitraggio regolatorio si traduce in una vera e propria manipolazione delle scelte classificatorie, finalizzata a ridurre gli oneri normativi o ad accrescere l'attrattività commerciale.

Esemplificativo è il comportamento di quegli operatori che hanno deliberatamente evitato la classificazione ex art. 9, preferendo la collocazione dei propri strumenti in una zona grigia dell'art. 8, meno esposta a vincoli stringenti ma ancora percepita come *green* dal mercato⁵². Altri, viceversa, hanno temporaneamente promosso prodotti nella fascia art. 9 per sfruttarne

⁵⁰ Antonio Davola, *cit*

⁵¹ *Ibidem*

⁵² Stefania Santamaria, *Dalla Sustainable Finance Disclosure al declassamento dei fondi di investimento, in Sostenibilità e mercati vigilati, 2024*

l'appel commerciale, salvo poi riclassificarli in seguito, a fronte delle difficoltà nel soddisfare requisiti di disclosure più severi.

Parallelamente alle classificazioni introdotte da SFDR, il mercato ha sviluppato negli anni propri strumenti di valutazione della sostenibilità dei prodotti finanziari, primi fra tutti, forniti da agenzie specializzate, sono i rating ESG. Questi ultimi si basano su metriche proprietarie, spesso differenti tra loro per metodologia, copertura e peso attribuito ai singoli fattori ambientali, sociali e di governance. Di conseguenza, la soggettività di interpretazione fa sì che un medesimo prodotto può ricevere valutazioni ESG molto diverse a seconda dell'ente che le emette.

Questa situazione ha prodotto una duplicazione dei sistemi di classificazione: da un lato, quella regolatoria, che definisce i requisiti minimi per l'autodichiarazione degli operatori; dall'altro, quella di mercato, basata su criteri autonomi e su giudizi comparativi. Il disallineamento tra questi due piani ha ridotto ancor di più la capacità degli investitori, soprattutto non professionali, di orientarsi consapevolmente nelle scelte di allocazione, che si trovano di fronte a fondi classificati ex art. 8 o 9 secondo SFDR, ma con rating ESG tra loro contrastanti⁵³.

Sebbene tali disallineamenti non siano in sé problematici, poiché riflettono prospettive analitiche differenti, essi lo diventano quando finiscono per compromettere la coerenza informativa. In tale direzione, il rischio di sovrapposizione comunicativa è evidente: un prodotto formalmente conforme alla regolazione che, alla luce delle metriche di mercato, appare contraddittorio, mina la percezione di trasparenza e alimenta il sospetto di un potenziale greenwashing, incidendo sulle scelte di allocazione. Il nodo interpretativo risiede proprio nella diversa funzione attribuita ai due strumenti: mentre la classificazione regolamentare, non mira a una valutazione qualitativa, bensì a garantire un livello minimo e standardizzato di trasparenza, al contrario, i rating ESG assumono un contenuto valutativo e comparativo, generando aspettative specifiche⁵⁴.

Le problematiche derivanti dalla situazione analizzata in questo paragrafo non sono soltanto teoriche, ma si riflettono nella credibilità complessiva dell'intero impianto regolatorio. Il confine tra legittima flessibilità interpretativa e distorsione opportunistica è sottile, e rappresenta oggi uno dei principali nodi critici nel processo di consolidamento della finanza sostenibile in Europa⁵⁵.

Come si vedrà nel prossimo paragrafo, il caso dei fondi classificati ex art. 9 rappresenta un esempio emblematico di tali dinamiche: l'attrattività iniziale di questa categoria si è presto scontrata con l'ambiguità interpretativa e con l'elevato standard richiesto, portando a una diffusa riclassificazione e a un conseguente calo di fiducia.

⁵³ Ibidem

⁵⁴ M. Di Donato, *cit.*

⁵⁵ C. Lucarelli, C. Mazzoli, *cit.*

2.3 IL CASO ARTICLE 9: TRA AMBIGUITÀ NORMATIVA E SFIDUCIA DEGLI INVESTITORI

Tra le dinamiche sin qui esaminate, occupa un ruolo centrale questo caso che, come si vedrà meglio nel paragrafo che segue, non va considerato come un accadimento a parte, ma viceversa costituisce l'esempio più emblematico delle tensioni e delle contraddizioni che attraversano il sistema di classificazione ESG.

Tra le categorie introdotte dallo SFDR, come già ampiamente illustrato, i fondi ex articolo 9, i cosiddetti *dark green*, hanno rappresentato sin dall'inizio la forma più ambiziosa e distintiva di finanza sostenibile regolata. A differenza dei prodotti ex art. 8, che si limitano a promuovere caratteristiche ambientali o sociali, i fondi ex art. 9 devono avere come obiettivo dichiarato e prevalente un investimento sostenibile, da realizzarsi nel rispetto del principio del *Do No Significant Harm* (DNSH) e di rigorosi requisiti di governance. Non sorprende quindi che, nella fase immediatamente successiva all'entrata in vigore della normativa, l'etichetta "art. 9" abbia acquisito un forte valore reputazionale e di mercato, venendo percepita quasi come un marchio di qualità in grado di certificare la solidità ESG di un prodotto finanziario⁵⁶.

Molti operatori, spinti dalla crescente domanda di prodotti sostenibili, hanno inizialmente scelto di collocare un numero significativo di fondi all'interno di questa categoria, cogliendo l'opportunità di presentarsi come attori credibili della transizione verde. L'appartenenza all'art. 9 era infatti interpretata non solo come un requisito formale, ma anche come un potente strumento di marketing: apparire tra i gestori capaci di proporre fondi "*dark green*" significava intercettare flussi di capitale in rapido aumento e rispondere alle preferenze di investitori istituzionali e retail, ossia non professionali, sempre più attenti ai criteri ESG.

Tuttavia, le ambiguità interpretative della normativa, unite all'assenza di standard univoci per definire cosa dovesse intendersi concretamente per "investimento sostenibile", come si è avuto modo di evidenziare, hanno reso presto evidente la fragilità di questa classificazione⁵⁷.

A queste difficoltà tecniche si è aggiunto il timore di ricadute reputazionali e legali. Gli operatori erano consapevoli che il mantenimento della classificazione *dark green* li esponeva al rischio di accuse di incoerenza o di greenwashing, soprattutto in un contesto in cui le autorità europee (ESMA in primis) avevano iniziato a monitorare più da vicino la

⁵⁶ G. Scheitza, *From Transparency to Strategy: The Role of ESG Disclosure*, *Journal of Sustainable Finance*, 2024

⁵⁷ Antonio Davola, *cit*

comunicazione dei fondi e a pubblicare linee guida stringenti in materia di denominazioni⁵⁸. In altre parole, la promessa iniziale di prestigio legata all'art. 9 si è trasformata in un potenziale fattore di vulnerabilità, rendendo la posizione sempre meno sostenibile nel tempo.

È in questo contesto che, a partire dal 2022, si è registrata una vera e propria ondata di declassamenti: centinaia di fondi inizialmente collocati nell'art. 9 sono stati riclassificati come art. 8, con una riduzione stimata di circa 270 miliardi di euro di asset gestiti sotto l'etichetta *dark green*⁵⁹. Dati alla mano, oltre il 40% dei fondi europei originariamente classificati ex art. 9 è stato ricollocato in categorie meno vincolanti nel solo arco di pochi mesi⁶⁰. L'effetto di questa dinamica, alla luce di queste analisi, non è stato marginale: si è trattato di un ridimensionamento massiccio che ha profondamente inciso sull'assetto della finanza sostenibile europea.

Le ragioni alla base di questo avvenimento vanno lette su due piani distinti, eppure nondimeno interconnessi. Sul piano tecnico-regolatorio, in un primo momento, i gestori si sono scontrati con la difficoltà di reperire informazioni complete e comparabili dalle imprese partecipate, necessarie per soddisfare i requisiti di disclosure previsti. La normativa, nello specifico, richiedeva un livello di dettaglio e di rendicontazione spesso non supportato dal mercato dei dati, costringendo gli operatori a basarsi su stime o fonti di terze parti, con conseguenti ed estesi rischi di incoerenza⁶¹.

Sul piano strategico-gestionale, secondariamente, il mantenimento dell'etichetta art. 9 espose a rischi reputazionali e di compliance difficilmente gestibili: in particolare, di fronte alla possibilità di essere accusati di incoerenza o di sovrastimare l'effettivo impatto ESG dei fondi, molti operatori hanno preferito un approccio prudentiale, optando per il declassamento volontario. Con quest'ultimo si intende proprio rappresentare la decisione da parte degli operatori stessi di ricollocare i propri fondi nella categoria ex art. 8, preferendo una classificazione meno ambiziosa ma più sostenibile sul piano operativo⁶².

Le conseguenze di questo processo sono state rilevanti su più fronti. Primo tra questi, il declassamento ha determinato una perdita di credibilità della categoria art. 9. Quella che era stata presentata come la frontiera più rigorosa della finanza sostenibile europea è stata rapidamente svuotata di contenuto, trasformandosi da etichetta distintiva a classificazione fragile e poco affidabile⁶³. In aggiunta, il fenomeno ha alimentato incertezza e sfiducia tra gli investitori, che si sono trovati di fronte a strumenti inizialmente proposti come massimamente sostenibili e successivamente ricondotti a categorie meno intraprendenti.

⁵⁸ ESMA, *Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms*, 2024

⁵⁹ Funds Europe, *Wave of SFDR Article 9 fund downgrades hits €270bn*, 2023

⁶⁰ Morningstar, *SFDR Reclassification Tracker Report*, edizione 2022

⁶¹ European Commission, *Sustainable Finance Disclosure Regulation Q&A*, 2023

⁶² M. Bodellini, *cit*

⁶³ Reuters, *Europe's ESG credibility shaken as Article 9 funds retreat*, 2023

Questa inversione repentina di rotta ha rafforzato la percezione che le classificazioni regolatorie fossero ancor più fluide e negoziabili di quanto promesso, minando l'obiettivo primario di rafforzare la trasparenza e la comparabilità⁶⁴.

Da un punto d'osservazione più ampio, l'esperienza dei fondi ex art. 9 ha avuto anche un impatto sistemico, dimostrando la vulnerabilità dell'intero impianto regolatorio europeo. Un sistema che nasceva con l'obiettivo di creare chiarezza e fiducia si è trovato a generare incertezza e sospetti, rafforzando l'idea che la sostenibilità fosse utilizzata più come leva di marketing o come mero strumento comunicativo, non come principio guida nelle logiche di investimento⁶⁵. Il declassamento, procedendo in questo verso, non ha rappresentato soltanto una correzione tecnica, ma una crisi di credibilità che ha indebolito la fiducia del mercato nella capacità delle istituzioni europee di definire regole solide e applicabili.

In definitiva, il caso dei fondi art. 9 non può essere letto come un episodio isolato, ma come il simbolo di un paradosso più ampio: l'ambizione regolatoria di fissare standard elevati si è scontrata con la realtà di dati carenti, interpretazioni divergenti e rischi reputazionali difficili da gestire. È proprio per questo motivo che il fenomeno del declassamento ha assunto proporzioni sistemiche, innescando un processo di revisione radicale della classificazione ESG, che sarà oggetto di analisi nel paragrafo successivo e che rappresenta un segnale evidente della necessità di un ripensamento complessivo del sistema e delle sue basi metodologiche⁶⁶.

2.4 L'INVERSIONE DI ROTTA NELLA CLASSIFICAZIONE ESG (Segue)

Il fenomeno del declassamento dei fondi ex art. 9, come anticipato nel paragrafo precedente, ha assunto un valore sistemico, aprendo interrogativi profondi sulla solidità e sull'affidabilità del quadro regolatorio europeo in materia di finanza sostenibile. L'iniziale proliferazione di prodotti etichettati come *dark green*, seguita da una repentina inversione di rotta, ha inevitabilmente reso evidente la fragilità della classificazione SFDR e accentuato ancor di più la necessità di una revisione complessiva del sistema⁶⁷.

⁶⁴ Ibidem

⁶⁵ C. Lucarelli, C. Mazzoli, *cit*

⁶⁶ Melissa Capelli, *cit*

⁶⁷ Scheitza, D., *SFDR and Article 9 Funds: Between Norm Ambition and Market Reality*, 2024

Dal punto di vista sistemico, la prima conseguenza rilevante è stata la perdita di attendibilità delle categorie introdotte dal regolamento. L'art. 9, concepito da subito come la punta di diamante della finanza sostenibile regolata, ha progressivamente perso la sua funzione distintiva, svuotandosi di contenuto a seguito dei declassamenti. Parallelamente, l'art. 8 ha assunto un ruolo sempre più ampio e al tempo stesso ambiguo, accogliendo fondi con caratteristiche ESG molto eterogenee. Ne è derivata quindi una classificazione incapace di fornire quella chiarezza che rappresentava l'obiettivo primario della normativa. In altri termini, ciò che doveva costituire uno strumento di trasparenza si è trasformato in una fonte di incertezza, minando la fiducia degli investitori e la reputazione stessa del progetto europeo di regolazione della finanza sostenibile⁶⁸.

Un ulteriore effetto sistemico che si è distinto nel tempo è stato il rafforzamento del ruolo del mercato parallelo dei rating ESG. Di fronte alla scarsa affidabilità percepita delle classificazioni SFDR e quindi, più in generale, nell'impianto regolatorio europeo, investitori e operatori hanno attribuito crescente importanza alle valutazioni prodotte da agenzie specializzate. Nonostante ciò, come affrontato nei paragrafi precedenti, anche questi strumenti presentano notevoli limiti, essendo basati su metodologie proprietarie spesso divergenti. La sovrapposizione tra classificazione regolatoria e valutazioni di mercato ha quindi aumentato la confusione, invece di ridurla, contribuendo a indebolire ulteriormente la fiducia complessiva nel sistema⁶⁹.

Di fronte a questa crisi di credibilità, le istituzioni europee hanno progressivamente riconosciuto la necessità di una revisione complessiva del quadro regolatorio. Già a partire dal 2023, l'ESMA e la Commissione Europea hanno avviato consultazioni volte a chiarire i criteri applicativi e a fornire linee guida più dettagliate sul significato di "investimento sostenibile". Nel maggio 2024, inoltre, l'ESMA ha pubblicato nuove linee guida sui nomi dei fondi, con l'obiettivo di contrastare pratiche fuorvianti e di ridurre il rischio di greenwashing attraverso requisiti più stringenti in materia di trasparenza⁷⁰. Allo stesso tempo, a livello legislativo, si è aperto un dibattito sulla possibile sostituzione delle attuali categorie art. 8 e art. 9 con nuove etichette più semplici e comprensibili, come *sustainable* e *transition*, capaci di distinguere con maggiore chiarezza tra prodotti pienamente sostenibili e prodotti in fase di adeguamento⁷¹.

Questo processo di revisione normativa riflette la consapevolezza che il modello originario dello SFDR, pur carico d'iniziativa, si è rivelato insufficiente a garantire la trasparenza promessa. La dinamica dei declassamenti verificata ha messo in luce, più di ogni altro elemento, la distanza tra le finalità dichiarate e la realtà operativa: senza dati affidabili,

⁶⁸ Reuters, *cit.*

⁶⁹ D. Scheitza, *op. cit.*

⁷⁰ ESMA, *Guidelines on Funds' Names Using ESG or Sustainability-related Terms*, 2024

⁷¹ Financial News London, *EU Considers "Sustainable" and "Transition" Labels for Investment Products*, 2024

standard condivisi e criteri di valutazione uniformi, ogni tentativo di classificazione rischia di essere percepito come arbitrario o manipolabile. In questo senso, l'inversione di rotta nella classificazione ESG ha avuto il merito di fungere da campanello d'allarme, accelerando un processo di riforma che si presenta oggi come imprescindibile.

In prospettiva critica, l'esperienza degli anni successivi all'introduzione dello SFDR evidenzia le difficoltà di coniugare obiettivi normativi ambiziosi con strumenti adeguati a garantirne l'applicazione. La vicenda dei fondi art. 9 dimostra come la regolazione possa produrre effetti paradossali quando le istituzioni non riescono a bilanciare aspirazione e realismo operativo. L'Europa ha cercato di proporsi come leader nella finanza sostenibile, ma il cambio di direzione repentino nella classificazione ESG ha rischiato di minare la coerenza e la plausibilità di questo progetto.

In conclusione, il fenomeno dei declassamenti e la conseguente revisione del quadro regolatorio mostrano che la classificazione ESG non può essere concepita come uno strumento statico, bensì come un processo dinamico in continua evoluzione. Tale dinamicità, se da un lato testimonia la capacità del sistema di adattarsi e correggere le proprie incoerenze, dall'altro accresce l'incertezza e il bisogno di strumenti affidabili da parte di chi investe. In tale contesto, il vero banco di prova della regolazione non risiede più soltanto nella definizione dell'offerta, ma nella sua ricezione da parte della domanda: gli investitori, principali destinatari delle informazioni, la cui fiducia rappresenta l'elemento decisivo per la legittimazione e il successo della finanza sostenibile. È proprio su questa prospettiva che si concentra il capitolo successivo, dedicato ad analizzare percezioni, scelte allocative e dinamiche comportamentali degli investitori.

CAPITOLO 3: REAZIONE DEGLI INVESTITORI ALLA FINANZA SOSTENIBILE REGOLATA

3.1 PREFERENZE E COMPORTAMENTO DEGLI INVESTITORI ESG

Negli ultimi anni, la crescente attenzione verso le tematiche ambientali, sociali e di governance ha inciso in maniera rilevante sulle dinamiche della domanda di prodotti finanziari. Se, come analizzato nei capitoli precedenti, l'offerta ha vissuto un processo di progressiva regolamentazione e di riformulazione a seguito delle diverse normative descritte, il lato della domanda merita un'analisi specifica, in quanto gli investitori, come precedentemente affermato, rappresentano i destinatari ultimi delle informazioni e gli attori che, attraverso le proprie scelte allocative, legittimano o meno la finanza sostenibile⁷².

Nello specifico si è messo in evidenza come il comportamento degli investitori nei confronti dei prodotti ESG sia caratterizzato da una forte eterogeneità⁷³, non solo in termini di conoscenze e disponibilità finanziarie, ma anche sul piano delle motivazioni sottostanti e delle percezioni rispetto ai profili di rischio e rendimento. L'interesse dichiarato per la sostenibilità si confronta infatti con variabili demografiche, psicologiche e culturali che modulano in misura significativa l'effettiva propensione all'investimento.

Le indagini empiriche più recenti mostrano come l'interesse per la finanza sostenibile non sia distribuito in maniera uniforme. In Italia, secondo dati Consob, circa il 41% degli investitori si dichiara favorevole a orientare le proprie scelte verso strumenti sostenibili, indipendentemente da considerazioni strettamente finanziarie⁷⁴. Tale percentuale, tuttavia, si riduce drasticamente quando le preferenze ESG vengono subordinate a parametri di rendimento e rischio: solo il 15% degli intervistati è disposto a investire in prodotti sostenibili anche qualora questi non offrano le stesse prospettive di rendimento dei fondi tradizionali; il 29% lo farebbe a parità di condizioni finanziarie e un ulteriore 19% solo laddove i prodotti ESG garantissero maggiori guadagni.

In altri termini, oltre la metà degli investitori (63%) manifesta una sensibilità positiva verso la sostenibilità, ma tale atteggiamento rimane condizionato dall'esigenza primaria di mantenere invariati i parametri finanziari fondamentali. Questo dato si colloca in

⁷² C. Lucarelli, C. Mazzoli, *Introduzione alla sostenibilità aziendale. La finanza sostenibile*, cit.

⁷³ D. Cucinelli, M. G. Soana, *Investor preferences, financial literacy and intermediary choice towards sustainability*, cit.

⁷⁴ Consob, *Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane*, 2023

controtendenza rispetto agli anni precedenti, nei quali l'attenzione verso i prodotti ESG sembrava in costante aumento⁷⁵, segnalando una fase di maggiore prudenza e selettività.

In aggiunta, anche il profilo sociodemografico contribuisce a spiegare ulteriormente la variabilità delle preferenze. L'inclinazione a orientarsi verso investimenti sostenibili risulta maggiore tra le donne⁷⁶, tra gli individui con livelli di ricchezza più elevati e tra i soggetti con un grado più avanzato di alfabetizzazione finanziaria ed economica. Viceversa, la propensione risulta inferiore tra i risparmiatori anziani e tra coloro che dispongono di conoscenze più limitate in materia di sostenibilità.

Questi dati confermano che le scelte ESG non dipendono unicamente da variabili di mercato, ma sono influenzate in misura significativa dal contesto socioculturale e dalle competenze individuali. Non a caso, la stessa Consob ha sottolineato come il livello di conoscenza finanziaria sia direttamente proporzionale alla disponibilità a considerare la sostenibilità come criterio di selezione degli strumenti di investimento⁷⁷.

Un altro aspetto cruciale riguarda la percezione delle caratteristiche finanziarie degli investimenti sostenibili. In media, circa il 18% degli investitori non rileva differenze significative tra prodotti tradizionali e strumenti ESG, mentre il resto del campione attribuisce loro peculiarità specifiche. Tra queste, la più frequente è l'associazione con un orizzonte temporale di lungo periodo, seguita dalla convinzione che i prodotti ESG siano meno costosi e meno rischiosi rispetto alle alternative convenzionali⁷⁸.

Queste percezioni influenzano direttamente le scelte allocative. La sostenibilità è considerata un obiettivo prioritario o comunque rilevante, insieme agli aspetti finanziari, per il 62% del campione, dato in crescita rispetto al 59% del 2021⁷⁹. Tale percentuale raggiunge il 75% tra i soggetti con conoscenze finanziarie elevate e addirittura il 77% tra gli investitori già interessati agli strumenti ESG.

In altri termini, il quadro che ne emerge è quello di un atteggiamento positivo ma ancora fragile, in cui la volontà di contribuire a obiettivi ambientali e sociali deve comunque misurarsi con il vincolo di non compromettere la performance finanziaria complessiva. Ne deriva una sorta di trade-off percepito, che spesso spinge gli investitori retail a subordinare le proprie preferenze di sostenibilità alla comparazione con strumenti tradizionali ritenuti più affidabili o meno rischiosi.

Accanto al contesto appena delineato, spicca un altro dato particolarmente significativo in merito al successo registrato dal comparto obbligazionario ESG. A livello globale, infatti, il mercato delle obbligazioni sostenibili ha raggiunto un valore complessivo di oltre 4.100

⁷⁵ Ibidem, dati 2021-2022

⁷⁶ Cucinelli, Soana, *Investor preferences...*, cit.

⁷⁷ Consob, *cit*

⁷⁸ Lucarelli, Mazzoli, *Introduzione alla sostenibilità aziendale...*, cit.

⁷⁹ Consob, *Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane*, cit

miliardi di euro, comprendendo strumenti eterogenei quali *green bond*, *social bond*, *sustainable bond*, *sustainability-linked bond* e *transition bond*⁸⁰.

In Italia, a fine 2023, il valore nominale delle obbligazioni sostenibili in circolazione era pari a circa 90 miliardi di euro, con una netta prevalenza di *green bond* (86% del totale), seguiti dai *social bond* (10%) e da una piccola minoranza di *sustainable bond* (4%)⁸¹. Questi dati confermano la centralità del mercato obbligazionario nel catalizzare la domanda di investitori interessati alla sostenibilità, grazie alla sua natura relativamente sicura e alla possibilità di associare in modo chiaro le risorse raccolte a progetti specifici (ad esempio, infrastrutture a basse emissioni, programmi di inclusione sociale, iniziative di transizione energetica).

La forte diffusione di strumenti obbligazionari ESG dimostra come gli investitori tendano a privilegiare prodotti in grado di garantire un legame diretto e verificabile tra capitale raccolto e impatto atteso, riducendo il rischio di ambiguità che caratterizza invece altre categorie, come i fondi comuni.

Parallelamente alle considerazioni appena fatte, vi è un elemento aggiuntivo che incide in maniera rilevante sulle preferenze degli investitori: ossia la qualità dell'informazione e il ruolo del consulente finanziario. La complessità del quadro regolatorio, la pluralità degli strumenti disponibili e la persistenza di metodologie di valutazione eterogenee rendono infatti difficile per i singoli risparmiatori elaborare in autonomia le informazioni disponibili. Accentuando ancor di più la necessità di disporre di un supporto adeguato da parte degli intermediari finanziari⁸².

Proprio in tale orientamento si colloca la normativa europea che, oltre a quanto visto nei capitoli precedenti, ha riconosciuto questo rischio, imponendo agli intermediari obblighi stringenti. A partire dal 2022 a tal proposito, i consulenti devono rilevare e considerare le preferenze di sostenibilità dei clienti nella valutazione di adeguatezza⁸³, e spiegare con chiarezza le differenze tra strumenti ESG e tradizionali, evitando l'uso di tecnicismi. Il consulente assume così un ruolo decisivo, fungendo da ponte tra investitore, mercato e quadro normativo.

In questa funzione, il consulente traduce regole astratte e strumenti complessi in scelte operative comprensibili, contribuendo a rafforzare la fiducia degli investitori. Tuttavia, anche questi specialisti non sono esenti da *bias* cognitivi: possono sottostimare la percezione di scarsità dell'offerta da parte dei clienti o, al contrario, sovrastimare il timore

⁸⁰ Climate Bonds Initiative, *Sustainable Debt Market Summary 2023*

⁸¹ Banca d'Italia, *Relazione sulla stabilità finanziaria, 2024*

⁸² Melissa Capelli, , cit.

⁸³ Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione, che modifica la MiFID II in materia di preferenze di sostenibilità

del *greenwashing*⁸⁴. Queste distorsioni rischiano di ridurre l'efficacia della consulenza, ampliando la distanza tra dichiarazioni normative e pratiche di mercato.

Dirigendosi verso la chiusura del paragrafo, si può affermare che le preferenze e i comportamenti degli investitori ESG delineano un quadro complesso e disomogeneo: da un lato cresce l'attenzione verso la sostenibilità, alimentata da fattori socio-demografici e dalla diffusione di strumenti come le obbligazioni tematiche; dall'altro, permane una diffusa cautela, legata alla percezione di un possibile trade-off con il rendimento e alla difficoltà di orientarsi tra informazioni frammentate e poco comparabili. Questa ambivalenza dimostra che la domanda di prodotti ESG non può essere considerata un fenomeno unitario, bensì il risultato di scelte condizionate da conoscenze, aspettative e vincoli cognitivi differenti. È proprio a queste dinamiche, e ai rischi che ne derivano, che sarà dedicato il paragrafo successivo.

3.2 LE DIFFICOLTÀ DEGLI INVESTITORI: LIMITI INFORMATIVI E BIAS COGNITIVI

Dopo aver illustrato come le preferenze degli investitori restituiscano un quadro positivo ma fragile, occorre soffermarsi sui numerosi ostacoli che condizionano la reale capacità dei risparmiatori di orientarsi nel mercato ESG. Questi ostacoli possono essere collocati su due piani distinti ma intrecciati: da una parte, i limiti informativi legati alla complessità del quadro normativo e alla molteplicità delle fonti; dall'altra, i *bias* cognitivi che influenzando i processi decisionali possono condurre a scelte non ottimali⁸⁵.

Negli ultimi anni, come citato nei paragrafi precedenti, le imprese e gli intermediari sono stati chiamati a rispettare obblighi sempre più estesi in materia di disclosure, con il risultato che l'investitore non professionale sia portato ad interfacciarsi con una mole crescente di dati, spesso tecnici e di difficile interpretazione. Tale scenario rappresenta uno dei principali rischi connessi all'attuale architettura regolatoria della finanza sostenibile, l'eccesso di informazioni⁸⁶.

Quest'ultimo, noto come *information overload*, indica la situazione in cui un soggetto riceve più informazioni di quante sia in grado di elaborare in maniera efficace⁸⁷. In tale contesto, questo soggetto è l'investitore, che non solo fatica a trarre vantaggi dalla maggiore

⁸⁴ Marco Bodellini, cit.

⁸⁵ C. Lucarelli, C. Mazzoli, , cit.

⁸⁶ D. Scheitza, *SFDR and Article 9 Funds*, cit

⁸⁷ F. Riganti, *Sostenibilità e mercati vigilati*, cit.

trasparenza, ma rischia di cadere in errori cognitivi o di rinunciare del tutto a prendere decisioni.

A quanto appena descritto si aggiunge la già citata frammentazione delle fonti. La coesistenza di classificazioni normative, come quelle analizzate nel capitolo precedente, e di sistemi di rating ESG di mercato, genera confusione e disorientamento⁸⁸, specialmente quando capita che i rating diano risposte divergenti. Lo stesso fondo o titolo, infatti, può ricevere valutazioni molto diverse a seconda dell'agenzia di rating considerata, minando la comparabilità e riducendo la fiducia nell'affidabilità delle etichette di sostenibilità.

Gli sforzi delle istituzioni europee per creare un linguaggio comune, in questo senso, non hanno pienamente ottenuto il risultato sperato⁸⁹, in quanto la pluralità di metodologie di valutazione e l'assenza di criteri standardizzati lascia ampio spazio a discrezionalità interpretative, facendo emergere dunque un ulteriore limite per l'investitore. Nello specifico, l'effetto per quest'ultimo è quello di trovarsi in un contesto in cui la distinzione tra prodotti realmente sostenibili e prodotti solo dichiarati tali non è sempre chiara.

Un aspetto altrettanto rilevante riguarda la percezione del rischio di greenwashing che, come si è già sottolineato precedentemente, è la possibilità che alcune imprese o intermediari comunichino in maniera fuorviante le proprie performance ESG, enfatizzando aspetti marginali e oscurando criticità sostanziali. Ciò che non è stato ancora approfondito riguarda invece l'impatto che tale percezione esercita sull'investitore. In molti casi, si può affermare che la consapevolezza di questo rischio induce i risparmiatori ad assumere un atteggiamento attendista⁹⁰, o comunque a preferire prodotti tradizionali percepiti come più "sicuri", almeno in termini di affidabilità delle informazioni.

In altre parole, i limiti appena descritti si traducono in una contraddizione evidente: più aumenta il flusso di dati disponibili, più diventa difficile per l'investitore retail orientarsi e assumere decisioni consapevoli.

Accanto ai vincoli informativi, come detto inizialmente, un ruolo cruciale è giocato dai bias cognitivi, con questi ci si vuole riferire alle distorsioni sistematiche che influenzano i processi decisionali degli individui. Suddetti *bias*, risultano particolarmente rilevanti nel campo degli investimenti ESG, dove le scelte devono tenere insieme obiettivi finanziari e valoriali.

Un primo *bias* diffuso è quello dell'*overconfidence*⁹¹: molti investitori tendono a sopravvalutare le proprie capacità di comprendere e valutare informazioni complesse, incluse quelle relative alla sostenibilità. Ciò può portare a decisioni affrettate, basate su un

⁸⁸ Ibidem

⁸⁹ ESMA, *Guidelines on Funds' Names Using ESG or Sustainability-related Terms*, cit.

⁹⁰ F. Riganti, *Sostenibilità e mercati vigilati...*, cit.

⁹¹ R. H. Thaler, *Advances in Behavioral Finance*, 1993

numero ridotto di indicatori o su fonti poco attendibili, con conseguente rischio di errori di valutazione.

Un altro fenomeno ricorrente è lo *short-termism*⁹², ossia la preferenza per rendimenti a breve termine rispetto a orizzonti temporali più lunghi. Gli investimenti sostenibili, per loro natura, richiedono invece prospettive di lungo periodo per manifestare appieno i benefici ambientali e sociali. La tensione tra queste due logiche genera spesso un disallineamento tra l'interesse dichiarato per la sostenibilità e l'effettiva allocazione del capitale.

A ciò si aggiunge lo status quo *bias*, che porta molti investitori a mantenere portafogli tradizionali⁹³ anche quando sarebbero disponibili alternative sostenibili con caratteristiche comparabili. Tale inerzia decisionale riflette la difficoltà di gestire l'incertezza e il timore che l'introduzione di strumenti ESG comporti rischi imprevisti.

Un ulteriore ostacolo è rappresentato dall'avversione alle perdite, principio ormai consolidato nelle scienze comportamentali applicate alla finanza, secondo cui gli investitori tendono a percepire le perdite come più dolorose dei guadagni equivalenti. Nel contesto ESG, questo si traduce in una maggiore riluttanza a investire in strumenti che potrebbero comportare sacrifici di rendimento, anche solo percepiti, rispetto alle alternative tradizionali.

Infine, un ruolo rilevante è svolto dai cosiddetti effetti di *framing*⁹⁴: il modo in cui le informazioni vengono presentate influenza in maniera significativa le decisioni. Ad esempio, un prodotto ESG proposto come strumento per “ridurre i rischi climatici” può suscitare reazioni diverse rispetto allo stesso prodotto presentato come opportunità di “partecipare alla transizione energetica”. Dimostrando come il ruolo del consulente finanziario diventa, anche in questo senso, un attore cruciale, in quanto mediatore del linguaggio e delle modalità con cui l'informazione viene trasmessa.

È importante inoltre, come preannunciato, rimarcare che i limiti informativi e i *bias* cognitivi non agiscono in maniera isolata, ma si rafforzano reciprocamente. La complessità del quadro normativo e la frammentazione delle fonti amplificano la probabilità che gli investitori si affidino a scorciatoie cognitive, come schemi mentali semplificati o regole basate sulla reputazione del gestore, anziché su un'analisi razionale e completa.

Allo stesso tempo, i *bias* comportamentali possono accentuare gli effetti del sovraccarico informativo: ad esempio, un investitore eccessivamente fiducioso nelle proprie capacità potrebbe ignorare segnali di incoerenza tra le diverse valutazioni ESG, o ancora un

⁹² H. Shefrin, *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, 2007

⁹³ N. Barberis, R. Thaler, *A Survey of Behavioral Finance*, 2003

⁹⁴ Lucarelli, Mazzoli, cit.

investitore particolarmente avverso alle perdite potrebbe percepire la complessità come un ulteriore rischio, preferendo astenersi da decisioni in ambito sostenibile.

In questo contesto, tra le funzioni svolte dal consulente finanziario si aggiunge anche quella di supportare l'investitore nel riconoscere e correggere i propri *bias* cognitivi. Tuttavia, gli stessi consulenti non sono immuni da distorsioni cognitive⁹⁵: possono sottostimare l'interesse dei clienti per gli strumenti ESG o sovrastimare la loro preoccupazione per il rischio di greenwashing. Queste discrepanze rischiano di ampliare la distanza tra le dichiarazioni normative e la realtà delle scelte operative.

Sul piano sistemico, le difficoltà degli investitori retail si traducono in una sfida rilevante per la legittimazione stessa della finanza sostenibile. Se i destinatari ultimi delle informazioni non riescono a comprendere appieno i dati ricevuti, o se i loro processi decisionali sono distorti da *bias* ricorrenti, l'efficacia delle normative rischia di restare parziale.

In conclusione, le difficoltà degli investitori ESG si collocano al crocevia tra limiti oggettivi (complessità informativa, frammentazione, rischio di greenwashing) e limiti soggettivi (*bias* cognitivi, scarsa alfabetizzazione finanziaria, inerzia decisionale). La combinazione di questi fattori contribuisce a spiegare perché, nonostante l'aumento dell'offerta e l'attenzione crescente alla sostenibilità, la domanda di strumenti ESG si presenti ancora incerta e disomogenea.

Come sopra menzionato, si tratta di un vero e proprio paradosso: gli stessi obblighi di disclosure e trasparenza introdotti per garantire maggiore tutela agli investitori finiscono spesso per generare confusione e sfiducia, trasformando uno strumento di protezione in una vera e propria barriera cognitiva. In questo scenario, il rischio si estende oltre le singole scelte dei risparmiatori, fino a minacciare la legittimità complessiva della finanza sostenibile, che trae la sua forza proprio dalla fiducia attribuita alle etichette ESG.

Alla luce di queste considerazioni, emerge dunque la necessità di soluzioni in grado di ridurre la distanza tra regolazione e prassi, tra la mole di dati disponibili e la capacità reale degli investitori di elaborarli. Nel paragrafo successivo, l'attenzione sarà proprio rivolta a proporre e analizzare le possibili strategie di superamento: dalla semplificazione e standardizzazione delle informazioni, alla promozione dell'educazione finanziaria, fino al rafforzamento del ruolo del consulente come guida consapevole e imparziale. Solo in questa prospettiva sarà possibile allineare in modo più efficace la volontà regolatoria con le effettive capacità decisionali degli investitori retail.

⁹⁵ Capelli M., cit.

3.3 STRATEGIE DI SUPERAMENTO E ORIZZONTI DI RIFORMA

Dopo aver analizzato nel paragrafo precedente i limiti informativi e i bias cognitivi che ostacolano la piena maturazione della domanda di prodotti ESG, risulta ora necessario riflettere sulle possibili strategie di superamento. L'obiettivo del presente paragrafo, tuttavia, non è soltanto quello di proporre soluzioni operative, ma anche di affrontare i margini di criticità che accompagnano tali proposte, in modo da valutare la reale capacità del sistema di allineare la regolazione con le effettive esigenze degli investitori retail. In questo senso, le direttrici di intervento individuabili si possono collocare su tre piani interdipendenti: la standardizzazione e semplificazione delle informazioni, il rafforzamento delle competenze finanziarie, e un'evoluzione normativa che tenga conto delle criticità emerse⁹⁶, inclusi fenomeni ancora poco regolati

Cominciando dal primo nodo tematico, è importante rimarcare come per affrontare la frammentazione delle fonti informative e la conseguente difficoltà di comparazione tra prodotti, le istituzioni europee hanno avviato, in un primo momento, processi di armonizzazione attraverso la Tassonomia e il *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR). Tuttavia, come visto, l'attuale architettura normativa resta incompleta: la definizione di "investimento sostenibile" contenuta nello SFDR è troppo ampia e generica⁹⁷, mentre la Tassonomia, pur essendo metodologicamente più rigorosa, copre solo una parte delle attività economiche potenzialmente rilevanti per la transizione.

In prospettiva di riforma normativa futura, sarebbe possibile considerare di adottare un sistema "a due binari": dove da un lato lo SFDR potrebbe limitarsi a disciplinare gli obblighi di disclosure, occupandosi quindi esclusivamente di garantire coerenza e trasparenza nella comunicazione; dall'altro, un nuovo atto legislativo potrebbe invece impegnarsi a definire regole chiare sulla composizione dei portafogli per i prodotti contrassegnati da un'etichetta ESG (*light green* e *dark green*), introducendo soglie minime obbligatorie di investimenti qualificati.

Per la determinazione di tali soglie, i criteri tecnici della Tassonomia rappresentano al momento la base più solida⁹⁸, per i quali, tuttavia, si potrebbe configurare un'estensione graduata che includa, ad esempio, delle attività "*transition*": individuando queste come iniziative che, pur non raggiungendo ancora i requisiti stringenti previsti per le attività ecosostenibili, presentano performance ambientali positive e contribuiscono a un percorso di miglioramento. In questo schema, i prodotti *dark green* potrebbero restare rigidamente

⁹⁶ C. Lucarelli, C. Mazzoli, cit.

⁹⁷ Regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR), cit.

⁹⁸ Regolamento (UE) 2020/852 (Tassonomia), cit

ancorati all'allineamento tassonomico, mentre i prodotti *light green* dovrebbero essere ricondotti a criteri chiari di “promozione” delle caratteristiche ESG, cercando di limitare la vaghezza attuale che lascia eccessiva discrezionalità agli operatori.

Un simile impianto avrebbe abbondanti probabilità di ridurre il rischio di arbitraggio normativo, rafforzando la comparabilità tra strumenti e fornendo agli investitori una cornice più affidabile⁹⁹. Tuttavia, per evitare effetti distorsivi sul mercato come, ad esempio, ondate di ritiri di capitale o declassamenti generalizzati di fondi, sarebbe opportuno introdurre periodi transitori e meccanismi di gradualità nell'applicazione delle nuove regole¹⁰⁰.

In questo modo, gli operatori avrebbero il tempo necessario per adeguare progressivamente le proprie strategie di portafoglio e i processi di rendicontazione, senza subire pressioni eccessive che potrebbero compromettere la stabilità del settore. Una simile gradualità, oltre a ridurre il rischio di shock regolatori, favorirebbe anche una maggiore credibilità complessiva del sistema, consentendo agli investitori di percepire il percorso di adattamento come un processo ordinato e coerente, anziché come una correzione brusca e potenzialmente penalizzante.

Parallelamente alla ipotetica riforma sopra considerata, resta cruciale l'obiettivo di rafforzare la *financial literacy* degli investitori retail¹⁰¹. Come evidenziato in precedenza, la complessità dei dati e la presenza di bias cognitivi rendono difficile trasformare la trasparenza normativa in decisioni consapevoli. Al tal proposito, l'eventualità di attuare programmi di educazione finanziaria orientati specificamente alla sostenibilità, possibilmente promossi da autorità di vigilanza, scuole e intermediari¹⁰², sicuramente sarebbero di grande aiuto per i risparmiatori nell'interpretare correttamente le informazioni e per evitare scorciatoie cognitive (come l'*overconfidence* o lo *status quo bias*).

L'educazione finanziaria per risultare efficace, tuttavia, non deve limitarsi alla trasmissione di nozioni tecniche, ma considerare le potenzialità di includere lo sviluppo di capacità critiche per riconoscere il rischio di *greenwashing* e valutare in modo più equilibrato il trade-off tra rendimento e sostenibilità¹⁰³. In questo senso, la formazione diventerebbe un elemento strutturale per la legittimazione del mercato ESG.

Naturalmente, all'interno del contesto delineato, il consulente permane come figura chiave nel tradurre la complessità regolatoria in scelte operative comprensibili. Dopo l'introduzione dell'obbligo di rilevare le preferenze di sostenibilità (a partire dal 2022), la funzione del consulente non si limita più a supportare nella selezione degli strumenti, ma si

⁹⁹ F. Riganti, cit.

¹⁰⁰ Ibidem

¹⁰¹ Consob, *Rapporto annuale sull'educazione finanziaria degli italiani, 2023*

¹⁰² Lucarelli, Mazzoli, cit.

¹⁰³ M. Bodellini, cit.

estende anche alla mediazione cognitiva¹⁰⁴. Quest'ultima sta ad indicare la funzione di aiutare gli investitori a riconoscere i propri bias, a comprendere le differenze tra etichette ESG e a contestualizzare il rischio di *greenwashing*.

In tale scenario, la consulenza si configura come un ponte tra norme astratte e scelte concrete, richiedendo tuttavia a sua volta un rafforzamento formativo per evitare che siano gli stessi professionisti a cadere vittima di distorsioni percettive.

Accanto al fenomeno noto del *greenwashing*, come si è già sottolineato nel capitolo precedente, è emerso un ulteriore tendenza, ossia quella di ridurre o occultare la comunicazione delle proprie iniziative ESG per timore di contestazioni, sanzioni o costi reputazionali¹⁰⁵. Sebbene apparentemente meno dannoso rispetto alle dichiarazioni fuorvianti, questo avvenimento accresce il rischio di compromettere la trasparenza del mercato, di limitare la comparabilità tra prodotti e ancora di scoraggiare gli investitori, già disorientati dalla complessità informativa.

Al fine di affrontare questa sfida, occorrono soluzioni che bilancino deterrenza e incentivi. Da un lato, si potrebbe mostrare utile estendere la nozione di omissione ingannevole, tuttora prevista e vigente nella disciplina sulle pratiche commerciali sleali, anche alle comunicazioni ESG mancate o incomplete¹⁰⁶. Facendo sì che ogniqualvolta un'informazione rilevante per le scelte dell'investitore medio sia taciuta, questo silenzio strategico venga sanzionato al pari di una dichiarazione ingannevole.

In secondo luogo, sarebbe opportuno intervenire anche sul piano dei costi e dei rischi percepiti dalla comunicazione, cercando quantomeno di ridurli. Una soluzione plausibile potrebbe essere quella di reinterpretare la *disclosure* in chiave multicanale semplificata¹⁰⁷: nello specifico, assicurando la disponibilità di informazioni standardizzate e sintetiche nei documenti di base e nei siti web, con la possibilità, su richiesta o per esigenze di vigilanza, di accedere a dettagli tecnici. Questo approccio avrebbe solide probabilità di abbattere il rischio di *overload* informativo per gli investitori non professionali e, al contempo, incentiverebbe gli operatori a comunicare con maggiore sicurezza, innescando processi virtuosi di concorrenza sulla qualità.

In conclusione, analizzando la direzione che le suddette strategie delineano, si può evincere come queste mostrino che la riduzione delle difficoltà per gli investitori non possa basarsi esclusivamente su una maggiore quantità di dati, ma come piuttosto debbano fondarsi sulla chiarezza, comparabilità e proporzionalità della documentazione. Tuttavia, è noto come ogni riforma comporti dei rischi, in particolare, si può immaginare che delle soglie troppo

¹⁰⁴ Melissa Capelli, cit.

¹⁰⁵ Riganti F., *Sostenibilità e mercati vigilati...*, cit.

¹⁰⁶ Direttiva 2005/29/CE sulle pratiche commerciali sleali, art 7

¹⁰⁷ ESMA, *Guidelines on Funds' Names...*, cit.

rigide potrebbero ridurre l'offerta e alimentare i declassamenti, oppure come un'eccessiva deterrenza possa sfociare in silenzi strategici, o ancora si potrebbe verificare il contrario, ossia come oneri troppo blandi faciliterebbero la creazione di nuove forme di *greenwashing*.

In questa dialettica, la sfida per il legislatore europeo sarà trovare un equilibrio che combini standard minimi vincolanti, spazi per l'innovazione e un enforcement efficace¹⁰⁸, sia pubblico che privato. Rendendo così possibile un rafforzamento della fiducia degli investitori retail, prerequisito fondamentale perché la finanza sostenibile possa realmente affermarsi come pratica stabile e credibile.

¹⁰⁸ Scheitza D., cit.

CONCLUSIONI

Il lavoro ha mostrato come la finanza sostenibile, nell'esperienza europea, non sia un sottoinsieme accessorio dei mercati, ma un paradigma regolativo che riconfigura flussi di capitale, *accountability* informativa e processi decisionali degli intermediari. La triangolazione tra SFDR, Tassonomia e CSRD ha messo le basi per la costruzione di un quadro organico che combina trasparenza, classificazione delle attività economiche e standard di rendicontazione, favorendo la comparabilità e innalzando l'asticella della responsabilità verso tutti gli stakeholder. Al tempo stesso, l'adozione di una regolazione "per principi", necessaria per governare fenomeni complessi e dinamici, ha esposto il sistema a margini interpretativi ampi, con rischi di disomogeneità applicativa e di greenwashing, specie nelle fasi iniziali di implementazione.

Sul versante dell'offerta, gli intermediari hanno reagito investendo in strutture di compliance, raccolta e governo dei dati, revisione delle *policy* di investimento e *product governance*. L'introduzione della tripartizione art. 6/8/9 ha innescato una profonda riformulazione dei prodotti, ma anche comportamenti opportunistici e fenomeni di arbitraggio regolatorio, aggravati dall'assenza, in prima battuta, di criteri univoci per definire l'"investimento sostenibile". Il caso emblematico dei fondi art. 9, la loro rapida ascesa reputazionale e la successiva ondata di riclassificazioni, ha rivelato la distanza tra ambizione normativa e maturità dei dati/metriche disponibili, mostrando come la promessa di trasparenza possa incrinarsi quando standard, basi informative e meccanismi di *assurance* non sono pienamente allineati.

Sul lato della domanda, gli investitori mostrano un interesse crescente ma selettivo verso i prodotti ESG: la propensione a preferirli dipende spesso dalla parità di rendimento e rischio rispetto agli strumenti tradizionali, e varia per profili sociodemografici e livelli di alfabetizzazione finanziaria. Ne discende che la tenuta del progetto europeo non si misura unicamente sulla produzione di disclosure, ma sulla capacità di renderla *decision-useful*, evitando *overload* informativo e garantendo qualità, tracciabilità e verificabilità dei dati lungo la catena del valore.

Da questa analisi emergono tre ipotetiche direttrici di *policy* e prassi per la fase successiva. Primo, occorrerebbe una chiarificazione definitoria e l'adozione di standard minimi condivisi per l'"investimento sostenibile", così da ridurre la variabilità interpretativa tra operatori e giurisdizioni, in coerenza con il principio del DNSH e con la doppia materialità. Secondo, è necessario accelerare la convergenza degli standard di rendicontazione e dei requisiti dati, promuovendo interoperabilità tra ESRS, Tassonomia e metriche di mercato, nonché rafforzando l'*assurance* esterna: ciò consentirebbe di allineare disclosure e misurazione dell'impatto, contenendo il rischio di etichette meramente formali. Terzo, bisognerebbe sostenere la *financial sustainability literacy* degli investitori, specie retail, e la semplificazione del *product naming*, per tradurre la complessità regolatoria in scelte comprensibili e comparabili.

In conclusione, la finanza sostenibile europea ha compiuto un salto di qualità, ma la sua legittimazione dipenderà dalla capacità di evolvere verso un ecosistema in cui regole, dati

e incentivi convergano: regole chiare e applicabili, dati affidabili e auditabili, incentivi che premiano la sostanza rispetto all'etichetta. La traiettoria futura richiede dunque un equilibrio tra flessibilità e certezza, tra innovazione e tutela, affinché il capitale privato possa contribuire in modo misurabile e credibile alla transizione, mantenendo la fiducia degli investitori e la competitività del mercato europeo.

BIBLIOGRAFIA

Barberis N., R. Thaler, *A Survey of Behavioral Finance*, 2003

Bodellini M., *Servizi di investimento, prodotti finanziari e rischio di greenwashing*, Milano, 2023.

Capelli M., *Il recepimento della Corporate Sustainability Reporting Directive nell'ordinamento interno*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2023.

Climate Bonds Initiative, *Sustainable Debt Market Summary 2023*, Londra, 2024.

Cucinelli D., Soana M. G., *Investor preferences, financial literacy and intermediary choice towards sustainability*, in *Journal of Sustainable Finance*, 2022.

Davola A., *La sostenibilità e il diritto dei mercati finanziari*, Bologna, 2021.

ESMA, *Guidelines on Funds' Names Using ESG or Sustainability-related Terms*, Parigi, 2024.

Funds Europe, *Hundreds of ESG Funds Reclassified as Article 8*, Londra, 2023.

Lucarelli C., Mazzoli C., *Introduzione alla sostenibilità aziendale. La finanza sostenibile*, Bologna, Il Mulino, 2022.

Morningstar, *European Sustainable Funds Landscape: Article 9 Reclassification Trends*, Chicago, 2022.

Reuters, *EU Sustainable Finance Rules Trigger Article 9 Fund Downgrades*, Londra, 2023.

Riganti F. (a cura di), *Sostenibilità e mercati vigilati: Regolatori e operatori nella "galassia" ESG*, Milano, 2023.

Sartori F., *Fattori ESG e impresa bancaria di prossimità: criticità e prospettive*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2024

Scheitza D., *SFDR and Article 9 Funds: Between Norm Ambition and Market Reality*, in *European Business Law Review*, 2024.

Scheitza G., *From Transparency to Strategy: The Role of ESG Disclosure*, *Journal of Sustainable Finance*, 2024

H. Shefrin, *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, 2007

Thaler R. H., *Advances in Behavioral Finance*, 1993

