

ATTUALITÀ

ESG: verso una definizione condivisa e prassi di mercato uniformi in UE

13 Settembre 2021

Fiorenza Marin, DLA Piper



Fiorenza Marin, DLA Piper

> Fiorenza Marin

Fiorenza Marin presta assistenza a favore di banche, intermediari finanziari e, in generale, soggetti vigilati nell'ambito di operazioni di emissione di debito. Assiste i clienti nella costituzione di piattaforme di emissione per l'offerta (sia a clienti retail che ad investitori istituzionali) e la quotazione su mercati, regolamentati e non, di un'ampia gamma di strumenti finanziari di debito quali, ad esempio, obbligazioni, covered warrant e derivati. Fiorenza Marin ha inoltre maturato particolare esperienza in relazione ai profili regolamentari nel settore finanziario e bancario.

Nonostante le tematiche ESG (*Environmental, Social e Governance*) siano da tempo oggetto di numerose iniziative regolamentari a livello europeo, permane ancora incertezza sui contenuti cui fa riferimento tale acronimo, vista la protratta mancanza, nel tempo, di una definizione normativa. Ciò ha portato allo svilupparsi di differenti prassi di mercato: in particolare, gli operatori si sono allineati a schemi operativi variegati in occasione dell'emissione e della strutturazione degli strumenti finanziari ESG.

Obiettivo del legislatore, infatti, è quello di individuare una definizione di ESG e creare standard uniformi nell'Unione Europea al fine di orientare i flussi di capitale verso obiettivi sostenibili, con lo scopo di realizzare un'economia climaticamente neutra entro il 2050.

In questa cornice, molteplici sono stati gli interventi normativi che il legislatore UE ha realizzato a partire dal 2018 tra cui, come si vedrà in seguito, l'individuazione di una tassonomia *green*.

Una definizione condivisa di ESG

In primo luogo, nel 2018, la Commissione europea ha finalizzato un Piano di Azione per finanziare la crescita sostenibile. Tra le azioni proposte vi è quella di "creare un linguaggio comune per la finanza sostenibile, ovvero un sistema unificato di classificazione dell'UE o "tassonomia" per definire ciò che è sostenibile e identificare gli ambiti in cui gli investimenti sostenibili possono incidere maggiormente"¹, mediante l'adozione di appositi Regolamenti, integrati da atti delegati disciplinanti criteri di vaglio tecnico.

Ad oggi, la Commissione europea è al lavoro per definire in modo chiaro ed univoco quali investimenti ed attività possono definirsi sostenibili, prevedendo un sistema di classificazione per ogni componente dell'acronimo ESG.

Nello specifico, il fattore ambientale è stato il primo ad essere oggetto di attenzione da parte del legislatore UE. Come si vedrà nel prosieguo, infatti, mentre la tassonomia UE assume caratteri sempre più chiari in relazione a quest'ultimo fattore, i fattori sociali e di *governance* risultano ancora in fase di definizione.

[Green: il Regolamento 2020/852](#)

¹ Sul punto si veda il "Piano d'Azione della Commissione per un'economia più verde e più pulita" del 2018.

La definizione di investimenti sostenibili come investimenti in attività economiche che contribuiscono ad un obiettivo ambientale è stata individuata dal Regolamento 2020/852 (“Regolamento Tassonomia”), entrato in vigore nell’estate 2020.

Nello specifico, in base alle previsioni di tale Regolamento, un’attività economica “ecosostenibile” è un’attività che (1) contribuisce in modo sostanziale a uno o più degli obiettivi ambientali di cui all’articolo 9 del Regolamento², (2) non danneggia in modo significativo nessuno di tali obiettivi ambientali, (3) è realizzata nel rispetto delle garanzie minime di cui all’articolo 18 del Regolamento³, ed (4) è conforme ai criteri tecnici di selezione stabiliti dalla Commissione.

Tuttavia, il Regolamento non individua direttamente i criteri di vaglio tecnico che consentano di determinare a quali condizioni un’attività possa dirsi economicamente ecosostenibile. A tali fini, la Commissione è pertanto incaricata, ai sensi del Regolamento stesso, di adottare ulteriori atti delegati (tra questi, v. Regolamento delegato UE, relativo agli aspetti climatici della tassonomia).⁴

Infine, è di interesse evidenziare che il legislatore ha incluso tra gli obiettivi ambientali riportati nel Regolamento Tassonomia anche l’uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine. Di contro, nel mercato, gli strumenti finanziari cd. *Blue*⁵ si sono sviluppati in modo autonomo e hanno registrato un numero limitato di emissioni rispetto agli strumenti finanziari legati, ad esempio, al finanziamento dell’energia sostenibile, comunque parte della Tassonomia *Green*. Si auspica infatti che,

² Gli obiettivi ambientali riportati nel Regolamento hanno ad oggetto (i) la mitigazione dei cambiamenti climatici, (ii) l’adattamento ai cambiamenti climatici, (iii) l’uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine, (iv) la transizione verso un’economia circolare, (v) la prevenzione e riduzione dell’inquinamento e (vi) la protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

³ Ex articolo 18 del Regolamento Tassonomia, le garanzie minime di salvaguardia riguardano “procedure attuate da un’impresa che svolge un’attività economica al fine di garantire che sia in linea con le linee guida OCSE destinate alle imprese multinazionali e con i Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani, inclusi i principi e i diritti stabiliti dalle otto convenzioni fondamentali individuate nella dichiarazione dell’Organizzazione internazionale del lavoro sui principi e i diritti fondamentali nel lavoro e dalla Carta internazionale dei diritti dell’uomo”.

⁴ [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=PL_COM:C\(2021\)2800](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=PL_COM:C(2021)2800)

⁵ Per strumenti finanziari blue si intendono tutti quelli emessi al fine di impiegare i proventi a sostegno di attività che abbiano ad oggetto la sostenibilità degli oceani, delle risorse marine e lo sviluppo di una economia marittima più sostenibile. La “blue economy”, infatti, ricomprende tutti quei settori dell’economia che hanno una connessione diretta o indiretta con il mare.

l’inclusione di tali attività nell’ambito della normativa relativa alla Tassonomia *Green*, possa generare un maggiore sviluppo degli strumenti finanziari ad esse collegate, che potrebbero rappresentare un’ottima forma di investimento, sia sotto il profilo del rendimento che con riferimento al positivo impatto ambientale.

Social: Draft Report relativo alla Social Taxonomy

Lo scorso luglio, la *Platform for Sustainable Finance*, organo consultivo della Commissione europea, ha pubblicato un *Draft Report* al fine di individuare una tassonomia *Social*. La bozza è stata oggetto di consultazione fino al 27 agosto 2021 e il *final report* verrà presentato alla Commissione per la revisione il prossimo ottobre.

Utile segnalare che il Report distingue tra una dimensione verticale ed una dimensione orizzontale della tassonomia *Social*. La dimensione verticale si concentra su prodotti e servizi per soddisfare i bisogni umani fondamentali e realizzare le infrastrutture di base senza danneggiare gli sforzi per raggiungere altri obiettivi sociali. La dimensione orizzontale, invece, prende in considerazione gli impatti su diversi gruppi di soggetti interessati dalle attività economiche, tra cui lavoratori, consumatori e comunità. Gli obiettivi orizzontali potrebbero includere l’adozione di presidi volti a implementare nelle imprese azioni a sostegno della tutela dei diritti umani.⁶

La finanza ESG

Venendo all’applicazione del mondo ESG alla finanza, gli operatori del mercato sono da tempo attivi nella strutturazione di prodotti finanziari cd. sostenibili ponendo particolare attenzione alla trasparenza e alla *disclosure*.

Ad esempio, in assenza di previsioni normative *ad hoc*, sono state sviluppate delle linee guida per l’emissione di tali prodotti finanziari. Tra queste, le più diffuse sono quelle elaborate dall’International Capital Market Association (ICMA) in tema di bond ESG, che vengono generalmente aggiornate con cadenza annuale attraverso consultazioni con i membri dell’ICMA e i vari *stakeholders*.

⁶ Sul punto si veda il Draft Report by Subgroup 4: Social Taxonomy, pagina 5.

I principi ICMA individuano i bond ESG come obbligazioni tradizionali i cui proventi sono destinati ad essere impiegati in attività e/o progetti legati allo sviluppo sostenibile e forniscono una *guidance* in merito a tali progetti/attività qualificabili come *Green*, *Social* o *Sustainable*.

In aggiunta, le linee guida ICMA rispondono alle esigenze di trasparenza richieste dagli investitori e, infatti, hanno, tra gli altri, l'obiettivo di migliorare la *disclosure* e il *reporting* dei bond ESG.

Nello specifico, l'attenzione nei confronti dei temi legati alla *disclosure* e alla trasparenza si sostanzia nell'inserimento nella documentazione di offerta (*i.e.* nei prospetti⁷, qualora debba essere redatto un prospetto ai sensi del Regolamento 2017/1129 ("Regolamento Prospetto")), di un'informativa *ad hoc* nelle seguenti sezioni:

- (i) Fattori di Rischio;
- (ii) Terms and Conditions;
- (iii) Form of Final Terms; e
- (iv) *Use of proceeds*.

Infine, l'emittente di un bond allineato ai principi ICMA, al fine di perseguire una maggior trasparenza nella gestione dei proventi, è tenuto, a seguito dell'emissione, a obblighi di comunicazione e di *reporting* nei confronti degli investitori riguardo l'avanzamento dei progetti finanziati. Infatti, l'emittente si impegna ad un *reporting* basato su indicatori di performance qualitativi e, ove possibile, anche quantitativi.

La creazione di standard uniformi in UE in tema di Green Bond

Anche in ambito finanziario, il fattore ambientale è stato il primo ad essere oggetto di attenzione da parte del legislatore europeo. Al fine di allineare i *Green bond* al Regolamento Tassonomia ed incentivare il finanziamento degli investimenti sostenibili, lo scorso luglio 2021 la Commissione europea ha presentato una proposta di Regolamento relativa ai Green Bond Europei.⁸ La proposta, destinata a tutti

⁷ Si segnala che la nuova "Strategia per Finanziare l'Economia Sostenibile" della Commissione Europea pianifica una revisione del Regolamento Prospetto nel 2022, al fine di introdurre ulteriori obblighi di disclosure nei prospetti relativi all'offerta di ESG securities per migliorare comparabilità, trasparenza e armonizzazione delle informazioni e arginare possibilità di greenwashing.

⁸ Il riferimento è alla Proposta di Regolamento COM(2021) 391.

gli emittenti (pubblici e privati, compresi le SPV nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione) di obbligazioni e di *covered bond*, ha l'obiettivo di introdurre dei requisiti uniformi e standardizzati per gli emittenti di obbligazioni *green*.

Allo stesso tempo, mediante la suddetta proposta, la Commissione europea intende perseguire l'obiettivo di una maggiore trasparenza. Nello specifico, l'adesione ad uno standard volontario consentirà agli emittenti di utilizzare la denominazione di "European Green Bond" o "EuGB". Inoltre, all'articolo 8 della proposta di Regolamento, vengono descritti specifici obblighi di informativa precontrattuale, imponendo all'emittente di stilare un *factsheet* che dia una panoramica dello strumento finanziario e dell'allocazione dei proventi. In aggiunta, qualora per l'emissione sia richiesta la redazione di un prospetto informativo, è prevista l'esplicita menzione dell'allineamento agli EuGB nel prospetto stesso.

Come nei principi ICMA, inoltre, la proposta di regolamento relativa all'EuGB individua come principio cardine l'*use of proceeds*, restringendo le possibilità per l'emittente di impiegare i proventi in altre attività. Tuttavia, diversamente da quanto previsto nei principi ICMA, i proventi derivanti dai bond non dovranno solo essere impiegati in attività economiche "sostenibili a livello ambientale" ma anche in attività *green* che risultino allineate al Regolamento Tassonomia.

Infine, un'ulteriore novità della proposta di regolamento rispetto ai principi ICMA riguarda il miglioramento della trasparenza e dell'*accountability* del revisore esterno, che dovrà essere sottoposto a controllo e registrazione presso l'ESMA. Agli emittenti, infatti, è richiesto di ottenere una *review pre e post* emissione da parte di un revisore esterno: la prima ha lo scopo di verificare l'allineamento al Green Bond Framework mentre la seconda accerta la corretta allocazione delle risorse e la rispondenza a quanto presente nelle informative precontrattuali.

Conclusioni

Alla luce di tale ricostruzione, anche se il processo normativo è iniziato e si sta evolvendo, permane ancora un disallineamento tra prassi di mercato e normativa in materia ESG, soprattutto se si prende a riferimento la distanza tra obblighi di *disclosure* di cui la Regolamento Tassonomia e il contenuto effettivo di tale *disclosure* in base ai principi ICMA.

Esigenze di certezza e di tutela degli investitori spingono a cercare di colmare quanto prima questo

gap con l'obiettivo di incrementare la trasparenza del mercato e la fiducia degli investitori affinché un sempre maggior volume di investimenti sia impiegato in progetti sostenibili e d'impatto. Oltre a ciò, le nuove iniziative regolamentari potrebbero anche consentire lo sviluppo di nuovi settori della finanza sostenibile come quello degli strumenti finanziari cd. *blue*.

Risulta però evidente che le definizioni comuni e i criteri di vaglio tecnico dovranno svilupparsi in un *framework* flessibile, dotandosi di una sufficiente elasticità al fine di allinearsi ai futuri progressi tecnologici, permettendo così il raggiungimento di obiettivi di sostenibilità concreti.

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

Scopri il nuovo sito
➤ [dirittobancario.it](https://www.dirittobancario.it)