

APPROFONDIMENTI

Regolamentazione ESG: stato dell'arte e prospettive future

Marzo 2022

Donato Varani, Partner, Annunziata & Conso

Daniel Lunetta, Annunziata & Conso

Dalila Di Martino, Annunziata & Conso



Donato Varani, Partner, Annunziata & Conso

Daniel Lunetta, Annunziata & Conso

Dalila Di Martino, Annunziata & Conso

> Donato Varani

Donato Varani è Dottore Commercialista e Revisore legale dei conti dal 1993. Vanta una ultra ventennale esperienza nell'ambito della vigilanza bancaria e finanziaria maturata in Banca d'Italia e quale responsabile di funzioni di controllo in banche anche quotate. Dal 2008, consulente di intermediari bancari e finanziari, nel 2016 diviene partner del network Annunziata&Conso. Specializzato nella consulenza in materia organizzativa e dei sistemi di controllo interno, è un punto di riferimento nell'ambito delle materie di vigilanza prudenziale, regolamentare e antiriciclaggio degli intermediari bancari e finanziari. Tra le sue specializzazioni figurano altresì le materie relative alla Responsabilità amministrativa degli Enti e delle Persone Giuridiche.

Consulenza legale
Annunziata&Conso


annunziata&conso

1. Le tappe del processo di integrazione dei fattori di sostenibilità

1.1 Premessa

Da molti anni al centro del dibattito internazionale si è posta la necessità di favorire lo sviluppo di un modello di sviluppo economico che consideri e includa i fattori di carattere ambientale, sociale e le buone prassi di governo aziendale (c.d. fattori ESG - *Environmental, Social and Governance*). Al fine di rafforzare questa inclusione e fornire incentivi a tale modello di sviluppo, è stato coinvolto il sistema finanziario quale uno dei veicoli diretti a convogliare gli investimenti verso le menzionata finalità.

Sotto questo profilo la "lunga marcia" della sostenibilità può convenzionalmente dirsi aver preso le mosse dal Rapporto del 1987 della *World Commission on Environment and Development* (Rapporto Brundtland) in cui è stato enucleato il concetto di "sostenibilità" o "sviluppo sostenibile" come "*sviluppo che soddisfa i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri bisogni*". Successivamente sono state numerose, a livello globale, le iniziative volte a favorire la creazione di una regolamentazione comune, ad esempio, in tema di emissioni inquinanti e investimenti *green*.

Per rimanere nell'ambito europeo, a partire dal 2015, alcuni Stati hanno sottoscritto accordi chiave per un futuro sostenibile: dapprima, **l'Agenda 2030** per lo sviluppo sostenibile, sottoscritta nel settembre 2015 dai governi dei 193 Paesi membri dell'ONU; successivamente, **l'Accordo di Parigi** sui cambiamenti climatici - firmato il 22 aprile 2016 e ratificato dall'Unione europea il 5 ottobre 2016 - che si propone di rafforzare la risposta ai cambiamenti climatici, tra l'altro, rendendo i flussi finanziari compatibili con un percorso che conduca a uno sviluppo a basse emissioni di gas a effetto serra e resiliente dal punto di vista climatico.

In tale contesto, l'Unione europea, si è da subito impegnata nella transizione verso modelli di crescita includenti tematiche ambientali; ciò ha portato al lancio del **Piano d'Azione** (marzo 2018) con l'obiettivo di finanziare la crescita sostenibile, di incrementare gli investimenti in progetti sostenibili e di promuovere l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di *governance* (*Environmental, Social and Governance* - ESG).

Il Piano d'Azione UE ha scandito le "tappe" della marcia della sostenibilità in dieci punti, al fine di intro-

 [vedi l'articolo online](#)

durare un *framework* normativo nel settore finanziario comune a tutti gli Stati membri e finalizzato, fra l'altro, a:

- introdurre una "tassonomia" europea per la finanza sostenibile, per la definizione e classificazione delle attività economiche sostenibili;
- promuovere l'integrazione dei fattori ESG nelle scelte di investimento, nelle strategie di *business*, nelle scelte di *governance* e nelle politiche di remunerazione degli intermediari finanziari;
- modificare le Direttive MiFID II, AIFMD e IDD, nonché la Direttiva Delegata 2017/593 in tema di *governance* dei prodotti finanziari (POG) e le linee guida ESMA sulla valutazione di adeguatezza dei prodotti, per garantire che le preferenze in materia di sostenibilità siano tenute in considerazione nella valutazione di adeguatezza;
- introdurre specifici obblighi di *disclosure* e di condotta da parte di tutti gli operatori di settore che favoriscano la nascita di un mercato comune di prodotti "green", rafforzando la fiducia degli investitori nella finanza sostenibile.

In linea con i propositi enucleati nel menzionato Piano d'Azione, nel mese di maggio 2018, la Commissione europea ha pubblicato un pacchetto di proposte legislative volte a promuovere una "finanza sostenibile". Da una di tali proposte ha avuto origine il Regolamento (UE) 2019/2088, pubblicato in data 9 dicembre 2019, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (c.d. **SFDR - Sustainable Finance Disclosure Regulation**). Tale Regolamento è stato successivamente integrato e modificato dal Regolamento (UE) 2020/852, relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili (cd. **Regolamento sulla Tassonomia**).

1.2 Il Regolamento SFDR

Il Regolamento SFDR mira a contrastare il fenomeno del *greenwashing* e a favorire l'afflusso di investimenti verso la sostenibilità, attraverso la riduzione delle asimmetrie informative nella relazione principale-agente, creando uno *standard* europeo della "disclosure ESG" che impone a tutti gli attori coinvolti di adottare la stessa terminologia (che diviene, difatti, standardizzata) e di introdurre gli stessi

parametri per dichiarare in che modo gli intermediari integrano i rischi di sostenibilità, considerano gli effetti negativi per la sostenibilità, e promuovono le caratteristiche ambientali o sociali degli investimenti, all'interno dei propri processi decisionali e dei propri prodotti finanziari. Ciò attraverso la previsione di una serie di obblighi di *disclosure* a livello pre-contrattuale e contrattuale oltre che su basi continuative; invero, il Regolamento, aumenta e uniforma i requisiti di *reporting* dei processi di investimento e nelle attività di consulenza in capo ai destinatari sia a livello di entità sia a livello di prodotto.

Il citato Regolamento ha un ambito di applicazione soggettivo molto ampio, rivolgendosi, ai **Partecipanti ai Mercati Finanziari** (nuova categoria introdotta proprio dal Regolamento) nonché ai **Consulenti Finanziari**. I Partecipanti ai mercati finanziari sono identificati fondamentalmente in tutti i soggetti del mercato finanziario che forniscono alla clientela servizi di gestione e consulenza sugli investimenti¹.

I **prodotti** presi a riferimento spaziano dai prodotti finanziari o prodotti di investimento assicurativo ai fondi di investimento alternativo o ai prodotti pensionistici individuali paneuropei.

È importante focalizzare l'attenzione su alcuni concetti chiave della nuova regolamentazione relativi

¹ Rientrano nella categoria dei PMF le a) imprese di assicurazioni che rendono disponibili un prodotto di investimento assicurativo, b) le imprese di investimento che forniscono servizi di gestione del portafoglio, c) gli enti pensionistici, aziendali, professionali, d) i creatori di un prodotto pensionistico, e) i gestori di fondi di investimento alternativo, f) i fornitori di un prodotto pensionistico individuale paneuropeo, g) i gestori di un fondo per il venture capital qualificato, h) i gestori di un fondo qualificato per l'imprenditoria sociale, i) le società di gestione di un organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari e, infine, l) gli enti creditizi che forniscono servizi di gestione del portafoglio. Rientrano, invece, nella categoria dei consulenti finanziari: a) gli intermediari assicurativi che forniscono consulenza in materia di assicurazioni riguardo agli IBIP, b) le imprese di assicurazione che forniscono consulenza in materia di assicurazione riguardo agli IBIP, c) gli enti creditizi che forniscono una consulenza in materia di investimenti, d) le imprese di investimento che forniscono consulenza in materia di investimento, e) i GEFIA che forniscono consulenza in materia di investimento e, da ultimo, f) le società di gestione di OICVM che forniscono consulenza in materia di investimenti.

all'**investimento sostenibile**², al **rischio di sostenibilità**³ e ai **fattori di sostenibilità**⁴. Questi concetti devono essere letti in un modo integrato che permetta di riorganizzare l'analisi e la gestione dei rischi di sostenibilità secondo canoni che modificano profondamente gli obiettivi aziendali.

Partendo dai fattori di sostenibilità, si riescono ad identificare le macro-aree di interesse aziendale sulle quali occorre intervenire in termini di identificazione granulare, misurazione e gestione del rischio; quest'ultimo, quando riferito ad eventi specifici legati all'ambiente, ai rapporti umani e sociali o al comportamento aziendale in termini di adeguatezza e conformità delle regole, è in grado di influenzare il valore dell'investimento effettuato seguendo le caratteristiche che ne disegna la normativa.

Consapevole di dette ricadute organizzative e procedurali che l'assolvimento degli obblighi di *disclosure* ESG reca inevitabilmente con sé, la Commissione Europea, è intervenuta anche sul *framework* normativo relativo ai servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio, con una serie di regolamenti e direttive (gli "**Atti delegati**"), di cui si tratterà più avanti, finalizzati a modificare e/o integrare le regole organizzative e di *governance* nonché i connessi adempimenti procedurali (inerenti - *inter alia* - alla gestione dei conflitti di interessi, alla *product governance* e ai processi di *risk management*) già previsti nell'ambito dei regimi AIFMD, UCITS e MiFID II, al fine di includervi considerazioni relative ai fattori e rischi ambientali, sociali e di *due diligence* "ESG".

² L'investimento sostenibile è definito come quell'investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare; o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale: in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate, a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi (principio del "**do not significantly harm**") e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona *governance*, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali.

³ Il rischio di sostenibilità, definito come l'evento o la condizione di tipo ambientale, sociale o di *governance* che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo, effettivo o potenziale, sul valore dell'investimento.

⁴ Da ultimo, i fattori di sostenibilità devono essere identificati nelle problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva.

1.3 Il Regolamento Tassonomia

Va dato conto anche del fatto che, con l'introduzione del Regolamento Tassonomia, che ha - *inter alia* - apportato modifiche e integrazioni al Regolamento SFDR, si è potuto focalizzare l'attenzione tra i diversi obiettivi degli investimenti "green" sull'ecosostenibilità e sull'ambiente, così da consentire di progettare meglio le caratteristiche di quei prodotti finanziari o di quelle obbligazioni societarie aventi "caratteristiche ambientali" o connotate da un "obiettivo sostenibile" di carattere ambientale.

Detti obiettivi di investimento sono oggi fissati all'art. 9 del Regolamento Tassonomia⁵, che consente anche di disporre degli strumenti informativi necessari a comprendere come e in che misura gli investimenti sottostanti il prodotto finanziario si riferiscono ad attività economiche considerate ecosostenibili, avuto riguardo ai criteri di ecosostenibilità stabiliti dallo stesso Regolamento, come integrati dai criteri di vaglio tecnico emanati - di volta in volta - dalla Commissione Europea.

Il Regolamento Tassonomia è intervenuto anche sulla disciplina delle "Dichiarazioni non finanziarie" applicabile ai cc.dd. "Enti di interesse pubblico" soggetti alla disciplina del D.lgs. n. 254/2016 (a sua volta attuativa della Direttiva 2013/34/UE), stabilendo e introducendo specifiche prescrizioni per le imprese soggette a detto obbligo, volte a favorire la trasparenza verso il mercato circa le interconnessioni tra le attività istituzionali dell'Ente ed una o più attività economiche considerate ecosostenibili in base alla disciplina dello stesso Regolamento.

La visione d'insieme delle norme europee in materia di sostenibilità e le norme degli Stati Membri che traspongono i principi e le previsioni di quelle nell'ambito degli ordinamenti nazionali, risulta particolarmente complessa, ciò anche a motivo di una articolata scansione dei termini di entrata in vigore dei diversi provvedimenti che, a tratti, appare addirittura farraginoso.

Infatti, pare opportuno ricordare che parte del Regolamento SFDR si applica già a partire dal **10 marzo 2020**, ciò anche con riferimento a quegli specifici obblighi di *disclosure* in relazione ai quali lo stesso

⁵ Si tratta, in particolare, di: "a) mitigazione dei cambiamenti climatici; b) adattamento ai cambiamenti climatici; c) uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine; d) transizione verso un'economia circolare; e) prevenzione e riduzione dell'inquinamento; f) protezione e ripristino delle biodiversità e degli ecosistemi".

SFDR ha stabilito che la disciplina concreta della relativa attuazione venisse integrata con gli **RTS**⁶ delle Autorità Europee ESMA, EBA e EIOPA (**ESAs**). Detti RTS, difatti, forniscono le specifiche tecniche delle modalità concrete di adempimento di quei soli obblighi di *disclosure* per i quali, come detto, ne è stata prevista l'emanazione. La Commissione, nello scorso mese di novembre 2021, ha annunciato che – forse anche a motivo delle recenti vicende pandemiche, e della necessità di apportare taluni correttivi a detti RTS – l'emanazione del Regolamento delegato della stessa Commissione, che dovrà recepire e promulgare detti RTS, (la cui emanazione era originariamente prevista per il 1° gennaio 2022) sarà posticipata al **1° gennaio 2023**.

1.4 Tavola sinottica di applicazione

Tutto ciò premesso, negli schemi che seguono sono riportati gli obblighi di *disclosure* di cui al Regolamento SFDR, che saranno esaminati in maggior dettaglio nei successivi paragrafi 2 e 3 del presente lavoro, al fine di identificare il loro contenuto (come integrato dai richiamati RTS) e gli impatti che tali obblighi hanno avuto (e avranno nel prossimo futuro) sull'organizzazione e sulle procedure degli intermediari.

Art.	Titolo	Termine	Canale	Contenuto adempimento	RTS
3	Trasparenza delle politiche in materia di rischio di sostenibilità	10 marzo 2021	Web	Informazioni circa le politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi decisionali relativi agli investimenti o, per i consulenti finanziari, nell'attività di consulenza	N/A
5	Trasparenza delle politiche di remunerazione relativamente all'integrazione dei rischi di sostenibilità	10 marzo 2021	Web	Informazioni circa la considerazione e la coerenza all'interno delle politiche di remunerazione dei rischi di sostenibilità	N/A

⁶ Il **4 febbraio 2021** sono stati pubblicati i Final Report on draft Regulatory Technical Standards relativi agli artt. 2a(3), 4(6)(7), 8(3), 9(5), 10(2) e 11(4); il **22 ottobre 2021** sono stati pubblicati i Final Report on draft Regulatory Technical Standards relativi agli artt. 8(4), 9(6) and 11(5).

Art.	Titolo	Termine	Canale	Contenuto adempimento	RTS
4	Trasparenza degli effetti negativi per la sostenibilità	10 marzo 2021	Web	Dichiarazione concernente le politiche di dovuta diligenza per quanto riguarda gli effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità ; ugualmente i consulenti finanziari, nell'attività di consulenza prendono in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità; oppure una motivazione sul perché non intendano prendere in considerazione tali effetti negativi, comprese, se del caso, informazioni concernenti se e quando intendono considerarli	Y ⁷
		30 giugno 2021		La pubblicazione della medesima dichiarazione è posticipata alla data indicata per: (i) I partecipanti ai mercati finanziari che alla data di chiusura del bilancio superano i 500 dipendenti; (ii) Le holding di grandi gruppi che alla data di chiusura del bilancio superano i 500 dipendenti	
7	Trasparenza degli effetti negativi per la sostenibilità a livello di prodotto finanziario	30 dicembre 2022	Inf. Pre-contratt	Spiegazione chiara e motivata che indichi se e in che modo un prodotto finanziario prende in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità	N/A
6	Trasparenza dell'integrazione dei rischi di sostenibilità	10 marzo 2021	Inf. Pre-contratt	Modalità di integrazione dei rischi di sostenibilità nelle decisioni di investimento (o, per i consulenti finanziari, nell'attività di consulenza) e gli impatti di tali rischi sul rendimento dei prodotti finanziari oppure una motivazione sul perché non ritengano rilevanti i rischi di sostenibilità (Level 1)	N/A

⁷ Indica la presenza di RTS

Art.	Titolo	Termine	Canale	Contenuto adempimento	RTS
8	Trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali nell'informativa precontrattuale	10 marzo 2021	Prospetto	Modalità in cui vengono rispettate caratteristiche ambientali o sociali e, qualora designato un indice di riferimento , se e in che modo tale indice è coerente esse	Y
		Posticipata: dal 1° gennaio 2022 al 1° gennaio 2023		8.2-bis Inclusione delle informazioni previste dagli artt. 5 e 6 del Regolamento 852/2020 per la commercializzazione dei prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali (ex art. 6 del Regolamento 852/2020) e, nello specifico, da attuarsi in relazione alla seguente distinzione degli obiettivi ambientali di cui all'art. 9 del Regolamento 852/2020: - dal 1° gennaio 2022 per gli obiettivi a) e b) ⁸ ; - dal 1° gennaio 2023 per gli obiettivi da c) a f) ⁹	
9	Trasparenza degli investimenti sostenibili nelle informazioni precontrattuali	10 marzo 2021	Prospetto	Informazioni specifiche per prodotti finanziari: - con obiettivo investimenti sostenibili e un indice di riferimento designato; - con obiettivo investimenti sostenibili, senza un indice di riferimento Designato; - con obiettivo la riduzione delle emissioni di carbonio	Y
		Posticipata: dal 1° gennaio 2022 al 1° gennaio 2023		9.4-bis Informazioni sui prodotti finanziari che investono in un'attività economica che contribuisce ad un obiettivo ambientale di cui all'art. 9 Reg. 852/2020: - dal 1° gennaio 2022 per gli obiettivi a) e b); - dal 1° gennaio 2023 per gli obiettivi da c) a f).	
10	Trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli investimenti sostenibili sui siti web	10 marzo 2021	Web	Informazioni nel sito Web per i prodotti ex artt. 8 e 9 da comunicare: - Descrizione delle caratteristiche ambientali o sociali e/o dell'obiettivo di investimento sostenibile perseguito; - Descrizione delle metodologie utilizzate per valutare, misurare e monitorare le caratteristiche ambientali, sociali o l'impatto degli investimenti sostenibili (ex Reg. 2020/852) In aggiunta - Le informazioni ex art. 8 e 9 - Le informazioni ex art. 11	Y

8 a) mitigazione dei cambiamenti climatici, b) adattamento ai cambiamenti climatici

9 c) l'uso sostenibile della protezione delle acque e risorse marine, d) transizione verso un'economia circolare, e) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento, f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi

Art.	Titolo	Termine	Canale	Contenuto adempimento	RTS
11	Trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli investimenti sostenibili nelle relazioni periodiche	1° gennaio 2022	Relazioni periodiche	Descrizione della misura in cui le caratteristiche ambientali o sociali sono conseguite ed impatto complessivo correlato alla sostenibilità mediante indicatori di sostenibilità pertinenti o designati indici di riferimento	Y
12	Riesame delle informazioni comunicate	10 marzo 2021	Web	Aggiornamento delle informazioni pubblicate relativamente agli articoli 3, 5 e 10 e spiegazione delle eventuali modifiche apportate	N/A
13	Comunicazione di marketing	10 marzo 2021	Comunicaz. di marketing	Comunicazioni che non siano in contraddizione con le informazioni riportate nel Regolamento UE 2019/2088	N/A

Occorre precisare, infine che tutte le informazioni pubblicate sui siti web (i.e. informative ex artt. 3, 5 e 10) devono essere periodicamente aggiornate, rendendo una spiegazione chiara sulle modifiche apportate.

2. Entity level disclosure – Risvolti organizzativi e procedurali

Poc'anzi si è accennato al fatto che la disciplina del SFDR se apparentemente implica per i partecipanti ai mercati finanziari l'assunzione di "meri" obblighi di *disclosure* ESG, reca con sé delle inevitabili ricadute organizzative e procedurali per gli stessi destinatari di questi obblighi. Ciò in parte è disvelato dallo stesso articolato del Regolamento, là dove fa riferimento – per esempio – ai processi di *due diligence* degli investimenti o alle politiche di remunerazione, i cui contenuti devono costituire pure oggetto di *disclosure*, in particolare, sotto il profilo della trasparenza c.d. "entity level". Per altro verso, tali ricadute organizzative sono rese ancor più palesi dalla produzione normativa della Commissione Europea di questi ultimi mesi, e compendiata essenzialmente dagli "Atti delegati" di cui si dirà in seguito.

Prima di scendere un po' più nel dettaglio, è possibile evidenziare che un aspetto di criticità di questa regolamentazione si ravvisa nel fatto che con la stessa si è inteso – in via prioritaria – regolamentare obblighi di "trasparenza" e "comunicativi" (si pensi ad esempio alla *disclosure* sui siti web) in merito a contenuti riguardanti (anche) la necessaria riorganizzazione in chiave ESG degli assetti organizzativi e procedurali degli stessi intermediari, prima ancora che la regolamentazione – anche di carattere tecnico – in merito a tali aspetti fosse stata emanata. Accelerare l'entrata in vigore di molti degli obblighi di *disclosure* del SFDR, con largo anticipo (ad esempio) rispetto agli RTS delle ESAs ovvero agli Atti delegati della Commissione, non può dirsi del tutto coerente con la condivisibile esigenza di contrasto

a fenomeni di *greenwashing* cui l'assetto normativo in parola è finalizzato.

2.1. Rischi di sostenibilità

2.1.2. Processi decisionali di investimento

Procedendo con ordine, si deve ricordare che le ricadute organizzative del SFDR sono già chiare sin dal considerando 12) del Regolamento, in cui si prevede che: *“i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari dovrebbero **integrare nelle loro procedure non solo tutti i pertinenti rischi finanziari ma anche tutti i pertinenti rischi di sostenibilità che potrebbero comportare un significativo impatto negativo sul rendimento finanziario di un investimento (...) dovrebbero **specificare nelle loro politiche in che modo integrano tali rischi e pubblicare tali politiche**”***¹⁰.

Quanto precede risulta evidente, anzitutto, con riferimento all'obbligo di cui all'art. 3 SFDR, che richiede ai partecipanti ai mercati finanziari di pubblicare sul sito web informazioni circa le **politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità** nei processi decisionali relativi agli investimenti e, per i consulenti finanziari, nell'attività di consulenza.

Per l'attuazione di detto primo obbligo¹¹ di *disclosure* – per il quale, si ricorda, non è stata prevista l'emanazione di RTS – l'intermediario deve necessariamente provvedere anzitutto ad integrare i propri processi di selezione e monitoraggio degli investimenti, con aspetti attinenti alla valutazione dei profili e rischi *ESG* che potrebbero avere un impatto (anche significativo) sul valore dell'investimento¹². Si tratta di un processo di analisi che, a differenza da quanto si ricava dall'approccio seguito dal SFDR in relazione al successivo articolo 4, è da considerarsi obbligatorio per i partecipanti ai mercati finanziari, anche nel caso in cui gli stessi ritengano di non commercializzare verso la clientela prodotti *“light green”* e/o *“dark green”* ai sensi degli articoli 8 e 9 del SFDR.

¹⁰ Grassetto aggiunto.

¹¹ In vigore già dallo scorso 10 marzo 2021.

¹² Basti ricordare, ad esempio, che, con riferimento alla disciplina AIFMD, l'art. 18 del Regolamento 231/2013 già oggi richiede ai GEFIA di istituire, attuare e applicare *“politiche e procedure scritte in materia di diligenza dovuta e mette in atto disposizioni efficaci per assicurare che le decisioni di investimento prese per conto dei FIA siano attuate conformemente agli obiettivi, alla strategia di investimento e, laddove applicabile, ai limiti di rischio dei FIA”*.

In altre parole, siamo in un ambito nel quale il legislatore europeo ha voluto evidenziare la necessità di considerare i *“rischi di sostenibilità”* nell'ambito della valutazione delle redditività e delle performance di un prodotto di investimento. Agli intermediari viene quindi chiesto di valutare i rischi di sostenibilità al pari degli altri rischi finanziari di un investimento¹³.

A tal fine, è importante mettere a disposizione della clientela una documentazione in tema *ESG* esauriente, che illustri nel dettaglio l'approccio seguito dall'intermediario nell'integrazione dei rischi di sostenibilità e l'esperienza nell'implementare la strategia *ESG* proposta, verificandone la compatibilità con gli obiettivi *ESG* dell'investitore.

Va detto a questo proposito che i metodi più comuni¹⁴ di integrazione dei rischi di sostenibilità sono:

- Selezione negativa/esclusione
- Selezione positiva/*best in class*
- Selezione su base normativa
- Investimenti tematici
- *Impact / community investing*
- *Corporate engagement* e attivismo azionario.

Attualmente, le strategie di selezione negativa (o di *“esclusione”*) sono le più comuni, e sono volte ad escludere dallo spettro degli investimenti *target* quelli che risultano esposti a maggiori rischi *ESG*. Tuttavia, non è secondario rilevare come l'adozione di sole *“strategie di esclusione”* potrebbe presentare

¹³ Ovviamente ciò non significa che per ogni tipologia di prodotto finanziario esiste necessariamente un rischio di investimento legato a fattori *ESG*. Tuttavia, l'indagine circa la potenziale esistenza di rischi *ESG* deve essere necessariamente condotta e, in caso di esito negativo, effettuare la disclosure prevista all'art. 6 SFDR, esponendo la motivazione sul perché non si sono ritenuti rilevanti detti rischi.

¹⁴ Anche attingendo ad un'ampissima e consolidata esperienza maturata da parte delle imprese che hanno aderito ai c.d. *Sustainable Development Goals (“SDGs”)* elaborati dall'ONU nell'ambito di *“Agenda 2030”*.

un “rovescio della medaglia” dato dal fatto che la loro diffusione **non incoraggia le aziende che operano in settori ritenuti incompatibili con i criteri ESG a migliorarsi**, impedendo loro di accedere a quei *driver* economici che consentirebbero di modificare in modo radicale la loro attività.

Le informazioni per l’elaborazione dell’esclusione si basano su dati forniti da fornitori terzi e che si concentrano su ciascun fattore della triade individuata dal SFDR: **E** (ad es. esclusione degli investimenti in aree naturali protette, in attività che comprendono impiego di energia basata sul carbone; in attività con impatto correlato alla biodiversità) **S** (ad es. esclusione degli investimenti in produzione di tabacco, armi controverse, violazione dei SGD) **G** (scarsa etica aziendale, assenza di Codici Etici, Modelli organizzativi ai sensi del D.lgs. n. 231/01 ecc..).

Per gli intermediari si renderà quindi necessario **raccogliere ed analizzare un insieme di dati e informazioni** sui prodotti e sugli investimenti **che non attengono alla sfera strettamente finanziaria**. In tal senso, appare indispensabile, da un lato, **integrare le fonti informative, tramite l’individuazione di fornitori qualificati di dati e di competenze esterni** all’intermediario (ad es. agenzie di *rating ESG*, *fintech*, enti certificatori, *infoprovider* ecc.) e, dall’altro, individuare gli strumenti informatici per agevolare la raccolta e l’elaborazione dei dati nonché la verifica della qualità degli stessi.

La strategia *ESG* adottata dall’intermediario¹⁵ potrà anche comportare la necessità di **esaminare gli ambiti di miglioramento** – ad esempio – di un’impresa *target*, sotto il profilo del raggiungimento degli obiettivi *ESG* (ad es. mediante assunzioni di obblighi contrattuali del *management* ad aderire ai *SDGs* o a determinati codici di condotta), prevedendo appositi **KPI ESG** nell’ambito di eventuali accordi di investimento con l’impresa *target* ed utili ai fini del successivo monitoraggio dell’andamento dell’investimento.

Una strategia di integrazione dei rischi *ESG* può essere costruita sulla base dell’analisi degli “indici di sostenibilità” che sono tipicamente generati filtrando gli indici tradizionali in base ai *rating/criteri* di sostenibilità definiti dalle *rating agencies*¹⁶. Gli indici *ESG* presenti sul mercato riflettono differenti

¹⁵ Si pensi, ad es. ad una *Sicaf di venture capital*.

¹⁶ Fra queste, si segnalano, *MSCI ESG Research; Oekom Research; SAM; Vigeo Eiris* ecc...

strategie di investimento su diverse *asset class* e aree geografiche. A livello generale, gli indici possono essere raggruppati in:

- **indici di mercato**, come lo *STOXX ESG Impact*, composti da un’ampia base di titoli nei quali sono investiti e presentano generalmente un più basso *tracking error* rispetto agli indici di partenza;
- **indici tematici**, come il *NASDAQ OMX US Water*, che invece raccolgono titoli accomunati da specifici temi di investimento *ESG* come il *gender diversity*, le energie rinnovabili oppure la gestione e purificazione delle acque;
- **indici per esclusione**, che escludono tutti i settori, tipologie di attività o prodotti che non sono compatibili con i valori o principi etici selezionati per quell’indice come, per esempio, le aziende che producono armi o che non rispettano i diritti umani;
- **indici per inclusione**, che sono composti dalle aziende/entità che sono ritenute sulla base di criteri di analisi del settore e delle specifiche aziende fra le più sostenibili e ciò indipendentemente dall’essere presenti in settori, tipologie di attività o prodotti che sarebbero incompatibili con un criterio di esclusione (ad es. l’azienda esposta su attività di estrazione del carbone che, tuttavia, adotta politiche *ESG* in grado di mitigarne l’impatto).

Quale che sia la metodologia seguita dall’intermediario per costruire la propria “politica di integrazione dei rischi di sostenibilità”, di essa deve fornire un estratto da pubblicare sul sito web e da esporre anche nell’ambito dell’informativa pre-contrattuale offerta alla clientela, ai sensi dell’art. 6 SFDR. In tale ultimo caso, l’obbligo di *disclosure* include altresì l’esposizione degli esiti delle analisi dei rischi *ESG* condotte in relazione al singolo prodotto di investimento, e che (come anticipato prima) potranno anche sfociare nella dichiarazione (motivata) di assenza di detti rischi¹⁷.

2.1.3. Remuneration policy

L’articolo 5 SFDR richiede ai partecipanti ai mercati finanziari (e ai consulenti) di pubblicare sul sito

¹⁷ Ciò, peraltro, rappresenta un’ulteriore conferma del fatto che detto l’integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi di investimento è obbligatoria per tutti i “partecipanti ai mercati finanziari” cui si riferisce il SFDR

web le informazioni sulla “coerenza” delle politiche di remunerazione adottate con il processo di integrazione dei rischi di sostenibilità a livello aziendale. Il *top management* è, quindi, responsabile dell’integrazione dei rischi di sostenibilità nel contesto dell’attività dell’intermediario e, per questa via, **può favorire l’adozione di politiche a supporto della sostenibilità nel lungo periodo**. Tale correlazione è stata in passato messa in evidenza nell’ambito dei “*Principi per gli investimenti responsabili*” dell’ONU, che già nel 2012 ha elaborato una guida per l’integrazione dei fattori *ESG* nell’ambito della strutturazione dei compensi degli amministratori indipendenti¹⁸.

Anche sotto questo profilo, si può attingere all’esperienza italiana maturata, in particolare, dalle aziende di maggiori dimensioni e quotate. Infatti, il Codice di Autodisciplina per le società quotate, pubblicato dal Comitato per la Corporate Governance¹⁹, prevede che “*La politica per la remunerazione degli amministratori, dei componenti dell’organo di controllo e del top management è funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società(...)*”.

Dal terzo Rapporto Consob sulla rendicontazione non finanziaria delle quotate²⁰, che valuta come i fattori *ESG* entrano nel processo decisionale aziendale, nella definizione dei modelli di *business*, nelle strategie e nei modelli di *corporate governance*, emerge l’avvio – da diverso tempo – di un percorso virtuoso a riguardo da parte di molteplici aziende italiane quotate.

In particolare, nel citato rapporto la Consob mette in luce come su 59 società quotate che hanno pubblicato estratti dei “Piani Strategici” sui propri siti web, 28 hanno menzionato nella propria strategia alcuni elementi di valore a lungo termine, 15 hanno citato i *Sustainable Development Goals* (“*SDGs*”) dell’Agenda 2030 dell’ONU, 7 hanno integrato completamente le considerazioni finanziarie e non finanziarie, mentre una ha indicato la materialità come elemento fondamentale della pianificazione strategica.

L’indagine Consob mostra che a fine 2018 erano 33 le società italiane con azioni quotate che collegavano le remunerazioni variabili degli amministratori delegati ai parametri *ESG* e, in particolare, alle

remunerazioni di breve termine in 32 casi e alla componente di lungo termine in nove casi. L’anno successivo, 63 emittenti hanno dichiarato di aver integrato i fattori *ESG* nei compensi degli amministratori delegati, relativi al breve termine in 53 casi e al lungo termine in 29 casi.

L’esperienza delle società quotate italiane può certamente rappresentare un bacino al quale i partecipanti ai mercati finanziari sottoposti al SFDR potranno attingere per conformarsi all’obbligo di cui all’art. 5.

2.1.4. Principal adverse impact (PAI)

L’articolo 4 SFDR richiede la pubblicazione sul sito web delle informazioni sul modo di porsi dell’intermediario rispetto agli effetti negativi (“*Principal adverse impact* - “*PAI*”) delle decisioni di investimento che esse assumono sui fattori di sostenibilità. Si tratta di quella parte della disciplina in esame caratterizzata dall’approccio “*comply or explain*” per quei partecipanti ai mercati finanziari, diversi da quelli indicati ai paragrafi 3 e 4, dello stesso articolo 4²¹, che decidono (dovendone motivare espressamente le ragioni) di non prendere in considerazione i PAI.

Non pare errato evidenziare che la citata disciplina ha quale intendimento quello di disegnare un ruolo attivo dei partecipanti ai mercati finanziari che decidono di “prendere in considerazione” i PAI ed ai quali è richiesto di *a)* individuarli; di *b)* mettere in atto una serie di azioni di mitigazione degli stessi (anche adeguando i propri processi aziendali) e, infine, di *c)* rendicontarne i risultati al mercato.

Le ESAs, nell’ambito degli RTS pubblicati lo scorso mese di febbraio 2021, forniscono utili indicazioni a riguardo, enucleando un’articolata disciplina circa il “contenuto”, la “metodologia di selezione” e la “presentazione” dei PAI, distinguendoli tra una serie di indicatori concernenti:

- impatti negativi sul clima e altri impatti negativi legati all’ambiente e
- impatti negativi nel campo delle questioni sociali e dei dipendenti, del rispetto dei diritti umani e della lotta alla corruzione.

¹⁸ Integrating ESG issues into executive pay, disponibile al link: <https://www.unglobalcompact.org/library/302>.

¹⁹ <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/homepage/homepage.htm>.

²⁰ Disponibile al link: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/report-dnf>.

²¹ Cioè i partecipanti ai mercati finanziari che alla data di chiusura del bilancio superano i 500 dipendenti e le holding di grandi gruppi che alla data di chiusura del bilancio superano i 500 dipendenti.

Inoltre, le RTS suddividono detti indicatori, che dovranno costituire oggetto della disclosure di cui all'articolo 4 RTS, paragrafo 2, lett. b), in:

- un nucleo di **indicatori universali obbligatori** che **porteranno sempre agli impatti negativi principali** delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, indipendentemente dal risultato della valutazione da parte dell'operatore del mercato finanziario²², e
- in **indicatori aggiuntivi** (c.d. "opt-in") per i fattori ambientali e sociali, **da utilizzare** per identificare, valutare e **dare priorità** a ulteriori impatti negativi principali;
- **indicatori separati** per gli impatti derivanti da investimenti in società partecipate, sovrani (e sovranazionali) e attività immobiliari;
- qualsiasi altro indicatore utilizzato per individuare e valutare ulteriori impatti negativi principali su un fattore di sostenibilità.

Ai partecipanti ai mercati finanziari che adottano l'approccio "comply" è richiesto di:

- **descrivere gli impatti negativi** che le decisioni di investimento prese – nel periodo di riferimento – hanno avuto sui fattori di sostenibilità considerati, (utilizzando gli indicatori universali obbligatori, almeno uno degli indicatori opt-in di tipo ambientale ed almeno uno degli indicatori opt-in di tipo sociale);
- fornire una **sintetica descrizione** delle **politiche per individuare e dare priorità** a detti impatti negativi individuati;
- spiegazione delle **azioni intraprese e pianificate** per mitigare i principali impatti negativi,

²² Si tratta di indicatori elaborati sulla base degli obiettivi del *Green Deal* Europeo, approvato dalla Commissione UE nel dicembre 2019 (neutralità del carbonio, aumento della quota di energie rinnovabili e dell'efficienza energetica, protezione della biodiversità e dell'acqua, economia circolare) nonché degli obiettivi della "Strategia UE per la responsabilità sociale delle imprese nel periodo 2011-2014", nonché di quelli stabiliti nell'ambito dei principi ONU su "impresa e diritti umani, la lotta allo sfruttamento del lavoro minorile, e del lavoro forzato, la parità di genere, la non discriminazione" e dei principi fondamentali dell'Unione su lotta alla corruzione e concussione.

- indicare l'eventuale adesione a *standard* internazionali di *reporting*²³,
- e un **confronto storico dei risultati raggiunti** dall'intermediario, che copra almeno **cinque** periodi di riferimento precedenti.

Il **reporting** sui **PAI** rappresenta, invero, un altro importante tassello del mosaico degli obblighi di *disclosure* ex articolo 4 SFDR. Se, infatti, gli intermediari decidono di prendere in considerazione gli effetti negativi sui fattori di sostenibilità delle (loro) decisioni di investimento, è chiesto loro anche di intervenire concretamente per mitigare detti "effetti negativi" e resocontarne l'esito al mercato.

Questo è quanto si evince chiaramente dalla disciplina degli RTS che – *in subjecta materia* – includono un modello di *report* sui PAI²⁴ nell'ambito del quale viene richiesto di esporre un confronto dei risultati del calcolo sugli indicatori PAI riferito a quattro periodi temporali specifici del periodo di riferimento²⁵, al fine di ottenere un livello rappresentativo più realistico e concreto possibile degli effetti delle azioni intraprese²⁶.

L'ottemperanza al predetto obbligo di *disclosure* circa i PAI richiede – com'è facilmente intuibile – un notevole sforzo organizzativo, anche in termini di acquisizione di nuove competenze interne da parte degli intermediari che adotteranno l'approccio "comply". Gli effetti organizzativi sono del resto già chiaramente evincibili sempre dalla bozza di RTS che, sotto questo profilo, richiedono ai partecipanti ai mercati finanziari di descrivere (e quindi elaborare) le "*politiche (...) relative al processo di valutazione per individuare e classificare per ordine di priorità i principali impatti negativi sui fattori di sostenibilità*" nonché delle "*modalità di mantenimento*" di dette politiche. L'ordine di priorità degli impatti negativi principali è plausibile che sia individuato sulla base della **portata**, della **gravità** e della **probabilità** che detti impatti si verifichino oltre che dal **carattere potenzialmente irrimediabile** degli stessi sui fattori

²³ Si pensi ad esempio agli standard definiti dal *Global Reporting Initiative*.

²⁴ Riportato nell'Allegato I del progetto di RTS.

²⁵ Solitamente l'anno solare precedente.

²⁶ Il primo report dovrà essere pubblicato solo nel giugno del 2023 e avrà come riferimento il periodo che va dal 1° gennaio 2022 al 31 dicembre 2022.

di sostenibilità²⁷.

Tra le azioni che gli intermediari possono mettere in campo per mitigare gli effetti negativi sui fattori di sostenibilità, vi è certamente l'eventuale adozione "politiche di impegno"²⁸, relativa alla riduzione dei principali impatti negativi.

Su ciascuno dei predetti ambiti incide l'obbligo di *disclosure* previsto all'art. 4 SFDR, nei termini declinati dagli articoli 4 e seguenti della bozza di RTS, e che si è fin qui cercato di riassumere.

2.1.5. Gli ulteriori risvolti organizzativi

Molti degli impatti organizzativi e procedurali della disciplina ESG che si sta esaminando sono recentemente emersi dagli **Atti delegati della Commissione Europea**, pubblicati lo scorso mese di agosto 2021, e di cui si tratterà più avanti. Per il momento è sufficiente dire che da dette modifiche normative (che impattano sulle regole organizzative e di *governance* previste nell'ambito dei regimi AIFMD, UCITS, MiFID II e IDD) emerge come i principali impatti si avranno²⁹ su:

- **Sistemi organizzativi e di controllo:** le funzioni di controllo del gestore nell'ambito della propria attività ordinaria dovranno includere nei propri *monitoring plan* anche specifici controlli in relazione al rispetto della normativa in materia ESG e alla corretta valutazione dei rischi di sostenibilità.
- **Risk management:** le procedure nell'ambito della politica di risk management dovranno essere modificate al fine di includere nel *framework* di *risk management*, l'analisi dei rischi riconducibili ai fattori ESG identificando opportune metodologie per la misurazione degli stessi, funzionali ad assolvere agli obiettivi di reporting non finanziario.

²⁷ Ad esempio, il numero di individui colpiti, ovvero l'aumento dei prestiti a sofferenza o dei livelli di disoccupazione, ovvero il volume di acqua inquinata o di degrado del suolo che potrebbero scaturire ecc..

²⁸ Conformemente all'articolo 3 della direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (9).

²⁹ L'entrata in vigore degli Atti delegati è prevista per il mese di agosto del 2022, fatta eccezione per la Direttiva delegata (UE) 2021/1269 (in materia di *product oversight governance*) per la quale il termine di recepimento è fissato per il 22 novembre 2022.

- **Politica di gestione dei conflitti di interesse:** nell'individuare i tipi di conflitti di interesse che possono ledere gli interessi di un investitore i gestori saranno tenuti ad includere quelli che possono sorgere a seguito dell'integrazione dei rischi di sostenibilità nei loro processi, sistemi e controlli interni. A tale ultimo proposito, l'Atto delegato di modifica del Regolamento (UE) n. 231/2013 in tema AIFMD fornisce alcuni esempi a riguardo, specificando che tra questi vanno considerati anche i conflitti di interesse: "*derivanti dalla remunerazione o dalle transazioni personali del personale rilevante, i conflitti d'interesse che potrebbero dare luogo a greenwashing, vendita errata o rappresentazione errata delle strategie d'investimento e i conflitti d'interesse tra diversi OICVM gestiti dallo stesso*";
- **Politiche di Product governance:** ai *manufacturer* verrà richiesto di calibrare il *target market* di uno strumento finanziario, tenendo conto anche delle preferenze di sostenibilità variamente espresse dal mercato (con riferimento a ciascuna delle componenti ESG) e tenendo in considerazione le varie tipologie di casistiche concernenti gli aspetti ambientali, sociali o di *governance*, ivi incluse le eventuali preferenze del mercato per l'integrazione di PAI negli strumenti finanziari. Ai *distributor* spetterà il compito di dotarsi di quelle misure organizzative e di controllo e monitoraggio ad assicurarsi che i prodotti e i servizi offerti o raccomandati siano coerenti con il *target market* di riferimento e che lo rimangano nel tempo.
- **Suitability assessment:** ai fini della valutazione di adeguatezza, le imprese di investimento che prestano il servizio di "consulenza finanziaria" e di "gestione di portafoglio" dovranno ottenere informazioni dalla clientela circa le (eventuali) "preferenze di sostenibilità" nell'ambito della profilatura effettuata (solitamente sulla base di appositi questionari) in fase di apertura del rapporto (ed aggiornata via via nel corso di svolgimento del rapporto). Nel fornire i predetti servizi, quindi, detti intermediari saranno tenuti a proporre (o raccomandare) prodotti coerenti con dette "preferenze" della clientela e in precedenza scrutinate.

3. Product level disclosure

L'ambito della *disclosure* ESG che attiene i prodotti finanziari riflette, anzitutto, gli obblighi di *disclosure entity level* che sono stati prima tratteggiati. Ed infatti gli intermediari sono chiamati ad inserire

nell'informativa precontrattuale informazioni riguardanti (a) in che modo i rischi di sostenibilità sono stati integrati nelle decisioni di investimento e nella selezione dei prodotti oggetto di raccomandazione e (b) i risultati della valutazione dei probabili impatti dei rischi di sostenibilità sul rendimento dei prodotti finanziari che rendono disponibili o raccomandano alla clientela.

Il Regolamento SFDR – com'è noto – individua poi due categorie di “prodotti sostenibili” con un diverso livello di ambizione per quanto riguarda l'impatto in materia di sostenibilità, vale a dire:

- prodotti che intendono **promuovere**, tra le altre, caratteristiche ambientali e/o sociali, ex articolo 8 SFDR (c.d. “*light green*”), ovvero
- hanno come **obiettivi** investimenti **sostenibili** ex articolo 9 SFDR (c.d. “*dark green*”).

3.1. Prodotti *light green*

Va subito detto che il **concetto di promozione** non è specificato nell'ambito della SFDR e in merito è recentemente intervenuta l'ESMA fornendo utili indicazioni nell'ambito delle “Q&A” pubblicate lo scorso mese di luglio 2021.³⁰ In particolare, l'Autorità di Vigilanza europea ha preso spunto in proposito dal considerando 21) del SFDR, per evidenziare come, attesa l'esistenza di prodotti finanziari con un diverso “grado di ambizione” in materia di sostenibilità, quelli “*light green*” si pongono, sotto questo profilo, ad uno stadio più basso. Si tratta, cioè, di una tipologia di prodotti finanziari che non perseguono esplicitamente un obiettivo di sostenibilità, pur considerando talune “**caratteristiche di sostenibilità**” nell'ambito della **politica di investimento** perseguita.

Ma cosa si intende per **promozione di caratteristiche ambientali o sociali**?

L'ESMA, nell'ambito delle citate Q&A, ha precisato che il termine è volto ad individuare, anzitutto, quei prodotti finanziari **elaborati in conformità con requisiti o criteri di esclusione** (di carattere ambientale, sociale o di *governance*) stabiliti da leggi, convenzioni internazionali e/o codici volontari, quando

³⁰ Question related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088).

queste caratteristiche siano “promosse” nella politica di investimento.

Sotto questo profilo, va posto in evidenza il fatto che – almeno allo stato – **manca una tassonomia condivisa** delle attività sostenibili in materia di investimenti sostenibili, **per ciò che concerne i fattori G** (fattori di *governance*) e, in modo particolare, per ciò che riguarda **il fattore S** (fattori di carattere sociale).

Com'è noto, infatti, il Regolamento Tassonomia **si concentra attualmente solo sui fattori di carattere ambientale (E)**, in relazione ai quali è stato raggiunto a livello internazionale un obiettivo comune condiviso, rappresentato dai contenuti dell'Accordo di Parigi del 2015 (i cui obiettivi in termini di riduzione delle emissioni di Gas serra e del riscaldamento globale, come noto, sono stati successivamente recepiti dall'Unione Europea nell'ambito dell'*Action Plan on financing sustainable growth*)³¹. Tale constatazione porta con sé l'evidente conseguenza che la costruzione di una politica di investimento fondata su “caratteristiche sociali” rischia di prestarsi – allo stato – ad elevati rischi di *greenwashing*.

In secondo luogo, i prodotti ex articolo 8 SFDR, sempre sulla base dei chiarimenti forniti da ESMA, sono **caratterizzati per l'impiego di tecniche di “promozione”** di dette caratteristiche che vedano l'utilizzo nei **documenti precontrattuali** relativi all'investimento e/o nelle **comunicazioni di marketing** rivolte alla clientela di frasi, espressioni, terminologie che – “*senza fuorviare gli investitori finali*” – rappresentino:

- “dichiarazioni” (sotto forma di affermazioni “dirette o indirette”, informazioni, relazioni, divulgazioni) volte a precisare che gli investimenti perseguiti da quel determinato prodotto finanziario tengono conto anche delle caratteristiche “ambientali” o “sociali” in termini di politiche d'investimento, finalità, scopi o obiettivi o di “*ambizione generale*”, ovvero
- informazioni sull'adesione a *standard* e/o “etichette” di sostenibilità, ovvero ancora
- informazioni circa l'impiego di “criteri di esclusione” settoriali o di “carattere normativo” nella pre-

³¹ Sul punto si faccia riferimento all'analisi condotta da Consob nell'ambito del rapporto “*La finanza per lo sviluppo sostenibile*” del giugno 2021, in cui si evidenzia che: “*il fattore S è il più inafferrabile della triade, essendo la categoria più generale, ampia, qualitativa, di lungo periodo e indefinita della sostenibilità*”.

disposizione della tipologia di investimento.

Sotto quest'ultimo profilo, tuttavia, ESMA mette in guardia dal rischio di *greenwashing* che è latente nelle comunicazioni al pubblico delle politiche di promozione delle caratteristiche *ESG* di un prodotto che rischia di restare solo "sulla carta", se non accompagnata dalla reale adozione di **criteri vincolanti** nell'ambito del **processo di selezione degli investimenti** adottato da parte dell'intermediario. Sicché: *"gli operatori dei mercati finanziari non dovrebbero fuorviare gli investitori finali divulgando criteri di selezione che possano disapplicare o ignorare a loro discrezione"*.

Infine, l'ESMA ha chiarito che – in via residuale – sono prodotti ex articolo 8 SFDR tutti quelli che considerano i principali effetti negativi (PAI) sui fattori di sostenibilità delle decisioni di investimento nonché quelli che abbiano anche un **obiettivo ambientale** (e, quindi, teoricamente classificabili ex articolo 9 SFDR) ma che non rispondono al principio di *"non arrecare un danno significativo"* declinato all'articolo 2, paragrafo 17) dell'SFDR.

Una caratteristica di questi prodotti *light green* è che gli stessi possono anche comprendere una quota di investimenti con **obiettivi ambientali o sociali** senza per questo perdere la loro connotazione. In tal caso gli RTS prevedono che l'informativa precontrattuale indichi la: *"(i) quota minima degli investimenti del prodotto finanziario utilizzata per conseguire le caratteristiche ambientali o sociali promosse dal prodotto finanziario conformemente agli elementi vincolanti della strategia di investimento; (ii) la proporzione minima degli investimenti del prodotto finanziario utilizzata per raggiungere l'obiettivo di investimento sostenibile in conformità con l'elemento vincolante della strategia di investimento"*.

È sempre necessario il rispetto di *"buone prassi di governance"* da parte di quelle imprese che beneficino di investimenti ex articolo 8 SFDR, sia in termini di strutture gestionali solide, sia in termini di *compliance* fiscale, sia anche in termini di relazione e remunerazione del personale. Ecco, quindi, palesarsi un ulteriore elemento che dovrà caratterizzare la politica di investimento di un prodotto ex articolo 8 SFDR (almeno per ciò che concerne le metodologie di selezione degli investimenti *target* cui si rivolge il prodotto).

Gli obblighi di *disclosure* in relazione a detti prodotti si compendiano – secondo quanto emerge dagli RTS – in una *"scheda prodotto"* che deve essere messa a disposizione della clientela (secondo uno

specifico *template* allegato in bozza agli RTS) e da allegare alla documentazione precontrattuale da mettere a disposizione della clientela ai sensi dell'art. 6 SFDR.

L'intermediario è quindi chiamato ad indicare chiaramente e in forma sintetica:

- informazioni sulle caratteristiche ambientali / sociali promosse e come le stesse siano ottenute;
- la descrizione della specifica strategia d'investimento utilizzata per raggiungere le caratteristiche ambientali o sociali promosse dal prodotto finanziario
- la specifica indicazione che il prodotto finanziario **non ha come obiettivo** un investimento sostenibile;
- se è stato individuato un indice di riferimento, e le informazioni sul *"se e in che modo"* tale indice è coerente con tali caratteristiche e dove trovare la metodologia per il calcolo dell'indice utilizzato;
- le informazioni richieste dall'articolo 6 del Regolamento Tassonomia, a proposito del rispetto del *"principio di non arrecare un danno significativo"*³²;
- informazioni sulla caratteristica ambientale e/o sociale del prodotto, con riferimento alla tassonomia UE³³.

3.2. Prodotti *dark green*

Si tratta dei prodotti finanziari caratterizzati dall'aver come obiettivo la promozione di un investimento sostenibile e dall'adozione di criteri di misurazione del raggiungimento dell'obiettivo di investimenti indicato alla clientela.

³² Per quella parte dell'investimento connotato da caratteristiche *ESG* e che tiene conto dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili, mentre, per la restante parte, di detto investimento, l'espressa precisazione che trattasi di investimenti non connotati dalle predette caratteristiche.

³³ Come detto in precedenza, la Tassonomia UE è attualmente basata su aspetti ambientali e climatici e pertanto, dal 1° gennaio 2022, tale obbligo si declina come *disclosure* sulle caratteristiche ambientali di cui alle lettere a) e b) dell'articolo 9 del Regolamento Tassonomia che connotano il prodotto finanziario.

Data questa specifica “vocazione” alla sostenibilità che connota detti prodotti finanziari, l’ESMA, nell’ambito delle citate “Q&A” ha precisato che i prodotti *dark green* (a differenza di quanto previsto per la categoria *light green*) debbano **esclusivamente essere destinati a finanziare investimenti sostenibili**, senza poter avere percentuali di investimenti “non” sostenibili. Ciò con l’unica eccezione di una minima parte di investimenti destinati a “scopi specifici” non ESG, al fine di soddisfare requisiti dettati da regole di carattere prudenziale e/o settoriali relative all’ambito di operatività dell’intermediario e sempre a condizione che detta quota minima di investimenti residuali sia coerente con l’obiettivo di investimento sostenibile del prodotto.

Anche in questo caso, l’obbligo di *disclosure* ESG dell’intermediario si compendia nella documentazione precontrattuale messa a disposizione della clientela ai sensi dell’art. 6, paragrafi 1 e 3, SFDR, a cui va aggiunta una “scheda prodotto” (secondo il *template* previsto dagli RTS) contenente informazioni sullo specifico obiettivo di investimento³⁴ sostenibile (ricomprensive anche quelle specificamente previste agli articoli 5 e 6 del Regolamento Tassonomia), e in particolare:

- **strategia di investimento** mediante la descrizione (i) dell’obiettivo di investimento sostenibile perseguito dal prodotto; (ii) del “tipo di strategia di investimento utilizzata per conseguire l’obiettivo di investimento sostenibile del prodotto finanziario”; (iii) degli “elementi vincolanti della strategia di investimento per perseguire l’obiettivo”; (iv) e “un elenco di indicatori di sostenibilità”;
- **asset allocation** mediante una “spiegazione narrativa degli investimenti del prodotto finanziario”, la indicazione della “proporzione minima degli investimenti del prodotto finanziario utilizzata per raggiungere l’obiettivo di investimento sostenibile in coerenza con l’elemento vincolante della strategia di investimento”; e l’illustrazione della “finalità della restante quota degli investimenti, compresa la descrizione di eventuali garanzie minime ambientali o sociali”;
- **indici di riferimento** dovendosi illustrare in maniera dettagliata:
 - se è stato individuato un indice di riferimento: (i) informazioni sull’indice di riferimento designa-

³⁴ Dal 1° gennaio 2022 per gli obiettivi ambientali di cui all’articolo 9, lettere a) e b), Regolamento Tassonomia; dal 1° gennaio 2023 anche per gli altri obiettivi ambientali.

to; (ii) in che modo tale indice è in linea con tale obiettivo e (ii) una spiegazione che indica perché e in che modo l’indice differisce da un indice generale di mercato;

- se non è stato individuato un indice di riferimento: una spiegazione del modo in cui è raggiunto l’obiettivo di investimento sostenibile e, in particolare, ove si tratti di investimenti aventi come obiettivo la “riduzione delle emissioni di carbonio” l’indicazione esplicita che il prodotto ha come obiettivo l’esposizione a basse emissioni di carbonio, in linea con gli Accordi di Parigi (2015) in materia di lotta al riscaldamento globale.

Occorre altresì fornire:

- una spiegazione del fatto che il parametro di riferimento si qualifica come un “parametro di riferimento UE per la transizione climatica” o un “parametro di riferimento UE allineato agli Accordi di Parigi” ai sensi del Regolamento Benchmark (2016/1011) e un’indicazione su dove reperire la metodologia utilizzata per il calcolo di tale parametro di riferimento;
- qualora non sia disponibile un “parametro di riferimento UE per la transizione climatica” o un “parametro di riferimento UE allineato a Parigi”, la sezione della “scheda prodotto” spiega tale fatto e come viene garantito lo sforzo continuo di raggiungere l’obiettivo di riduzione delle emissioni di carbonio in vista del raggiungimento dell’obiettivo dell’accordo di Parigi.

In sostanza, qualora un prodotto finanziario non utilizzi un “indice” per garantire il raggiungimento dell’obiettivo di investimento sostenibile, l’informativa dovrebbe spiegare la strategia sviluppata dal partecipante al mercato finanziario per raggiungere tale obiettivo.

Mette conto rilevare che sui **consulenti finanziari** che raccomandano alla clientela prodotti *dark green* grava l’obbligo di **verificare la coerenza e completezza** di dette informazioni sulle caratteristiche dell’obiettivo di investimento sostenibile perseguito dal prodotto specifico e l’effettiva misurabilità sulla base degli indici e delle motivazioni esposte nella scheda prodotto dall’intermediario.

IL SFDR richiede che nell’ambito della *disclosure* prevista per i prodotti *dark green* l’intermediario specifichi anche come l’obiettivo di investimento sostenibile designato rispetti (e sia coerente con) il

principio del “*non nuocere in modo significativo*” di cui all’articolo 2, paragrafo 17), SFDR, per qualificarsi come investimento sostenibile. ESMA, nell’ambito delle “Q&A” (e prima ancora nell’ambito delle stesse RTS) ha sottolineato l’importanza di tale principio per i prodotti finanziari che effettuano investimenti sostenibili, mettendolo in correlazione con l’assunzione da parte dell’intermediario dell’impegno a considerare i “PAI”, di cui all’articolo 4, paragrafo 1, lettera a), SFDR. Per questo motivo, ESMA precisa che le informazioni relative al rispetto del principio di “*non nuocere in modo significativo*” dovrebbero spiegare come sono stati presi in considerazione gli indicatori degli impatti negativi da parte dell’intermediario nonché fornire ulteriori informazioni sull’allineamento degli investimenti alle “salvaguardie minime” previste dal Regolamento Tassonomia.

Viene spontaneo quindi domandarsi se ciò possa costituire una limitazione al mercato dei prodotti con obiettivi di investimento sostenibile, ex articolo 9 SFDR, per tutti quegli intermediari che decidano di non prendere in considerazione i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità.

4. Le prospettive future

In un’ottica prospettica, meritano di essere analizzate le tappe future della “lunga marcia” della sostenibilità, dando conto di alcune recentissime modifiche normative, poste in pubblica consultazione da parte dall’ESMA e dalla Consob, concernenti rispettivamente le modifiche alle Linee Guida “on suitability under MiFID II” e le modifiche proposte al Regolamento Emittenti e al Regolamento Intermediari.

4.1 Consultazione pubblica dell’ESMA su linee guida “on suitability under MiFID II”

Occorre preliminarmente ricordare che gli artt. 54 e 55 del Regolamento delegato (UE) della Commissione 2017/565 (Regolamento Delegato MiFID II), prevedono che le imprese di investimento, che forniscono consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio, devono fornire adeguate raccomandazioni personali ai loro clienti e devono prendere decisioni di investimento adeguate per conto degli stessi.

Con riferimento ai citati obblighi, nel 2012, l’ESMA ha pubblicato una prima versione di Linee Guida su alcuni aspetti dei requisiti di idoneità secondo quanto previsto dalla MiFID, successivamente aggiornate

nel maggio 2018 e a seguito dell’adozione da parte della Commissione europea del **Regolamento delegato (UE) 2021/1253**, che modifica il citato Regolamento Delegato MiFID II, l’ESMA è intervenuta nuovamente sulle citate Linee Guida, ponendo in consultazione lo scorso **27 gennaio 2022**, una nuova versione delle Linee Guida “*on sustainability under mifid II*”³⁵, al fine di aggiornarle per tenere conto delle modifiche apportate alla MiFID II dalla normativa in materia di sostenibilità.

In particolare, le principali modifiche introdotte nel richiamato regolamento delegato MiFID II riguardano:

- la raccolta delle informazioni dai clienti sulle preferenze di sostenibilità definite dal nuovo Regolamento Delegato MiFID II e che dovranno essere incorporate nei processi e nelle loro procedure degli intermediari riguardanti la valutazione di adeguatezza, inducendo dunque gli intermediari a prestare attenzione alla raccolta di informazioni dai clienti in merito alle loro eventuali preferenze circa prodotti di investimento con caratteristiche o obiettivi “sostenibili” e in che misura gli stessi intendano investirvi;
- la valutazione delle informazioni rese dal cliente circa le preferenze di sostenibilità: una volta che l’impresa ha identificato una gamma di prodotti adatti al cliente, secondo le informazioni raccolte dallo stesso cliente su “conoscenza ed esperienza”, “situazione finanziaria” ed altri “obiettivi di investimento” (anche “sostenibile”), la stessa, dovrà identificare quei prodotti che risultano adeguati sotto i cennati profili;
- i requisiti organizzativi: le imprese dovranno fornire al personale una formazione appropriata sui temi della sostenibilità.

L’Autorità, infine, ha rilevato che la revisione delle Linee Guida rappresenta un’occasione per considerare ulteriori aspetti di rilevante importanza, quali:

- l’integrazione delle “buone e cattive pratiche” identificate nel 2020 dal Common Supervisory

³⁵ Per consultare il testo completo posto in pubblica consultazione link <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-review-mifid-ii-suitability-guidelines>

Action; nonché

- le modifiche introdotte attraverso il Capital Markets Recovery Package all'articolo 25(2) della MiFID II

L'obiettivo principale dell'Autorità è quello di garantire un'applicazione coerente e armonizzata dei requisiti in materia di adeguatezza anche con riferimento al tema della sostenibilità.

La consultazione terminerà il **27 aprile 2022**; l'ESMA prevede di pubblicare un primo feedback nel secondo trimestre 2022 e la relazione finale nel **terzo trimestre 2022**.

4.2. Consultazione pubblica della Consob sulle modifiche al Regolamento Emittenti e sulle modifiche al Regolamento Intermediari

L'**11 febbraio 2022**, la Consob ha posto in pubblica consultazione alcune modifiche al **Regolamento Emittenti** in materia di distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo, finalizzate tra l'altro all'adeguamento, limitatamente ad alcuni aspetti, del Regolamento Emittenti al Regolamento SFDR e al Regolamento Tassonomia.

Per quanto qui di interesse, le modifiche che l'Autorità ritiene di apportare sono finalizzate a integrare le disposizioni regolamentari nazionali con le informazioni precontrattuali previste dai Regolamenti europei SFDR e Tassonomia, nell'ottica di agevolare gli operatori e permettere agli stessi di poter reperire, direttamente nella normativa Consob, il quadro degli obblighi ad essi imposti con riferimento alla documentazione d'offerta, anche relativamente all'informativa sulla sostenibilità di cui ai citati Regolamenti.

Le richiamate modifiche sono finalizzate a chiarire come i destinatari della disciplina debbano assolvere agli obblighi di trasparenza imposti dal Regolamento SFDR; viene, infatti, chiarito che le informazioni di cui agli artt. 6, 7, 8 e 9 del Regolamento SFDR e le informazioni di cui agli artt. 5, 6 e 7 del Regolamento Tassonomia sono incluse:

- per gli OICVM italiani e i FIA aperti non riservati, nel prospetto richiamato dagli artt. 17 e 27 del Regolamento Emittenti, redatto secondo lo Schema 1 di cui all' Allegato 1B al medesimo Regola-

mento;

- per i FIA chiusi non riservati, sono fornite nel prospetto ai sensi del nuovo comma 5-bis dell'art. 13-bis, del Regolamento Emittenti;
- per i FIA riservati gestiti da GEFIA italiani, sono incluse nel documento di offerta di cui all'art. 28 del Regolamento Emittenti, contenente le informazioni di cui all'Allegato 1D al medesimo Regolamento.

La consultazione terminerà l'**11 marzo 2022**.

Pochi giorni dopo, in data **17 febbraio 2022**, l'Autorità ha altresì posto in pubblica consultazione alcune modifiche al Regolamento n. 20307 del 15 febbraio 2018, concernente la disciplina degli intermediari (di seguito "**Regolamento Intermediari**").

Anche in questo caso, le modifiche sono principalmente finalizzate ad adeguare la normativa di rango secondario al rinnovato quadro di riferimento europeo sulla sostenibilità³⁶.

La "lunga marcia" del processo di integrazione della sostenibilità nell'economia reale e, per ciò che riguarda il tema che ci occupa, nei processi e attività di investimento ha toccato – a livello di ordinamento eurounitario – la disciplina di attuazione delle fonti primarie in materia di prestazione di servizi di investimento (anche assicurativo/previdenziali) e di gestione collettiva del risparmio. Nello specifico, ci

³⁶ Inoltre, per quanto non rilevante rispetto alla presente disamina, si rileva, per completezza, che le modifiche sono, altresì, finalizzate ad ultimare, a livello di regolamentazione secondaria, l'adeguamento dell'ordinamento domestico alle disposizioni della direttiva (UE) 2019/2034 (IFD), in materia di prestazione dei servizi e delle attività di investimento da parte delle imprese di paesi terzi diverse dalle banche. Ancora, sono stati realizzati alcuni interventi di razionalizzazione della disciplina concernenti: i) i requisiti di conoscenza e competenza del personale degli intermediari, al fine di fornire talune precisazioni in merito agli obblighi di conservazione documentale gravanti sugli intermediari; ii) l'albo e l'attività dei consulenti finanziari, nell'intento di innalzare il livello di tutela dei risparmiatori e garantire un efficace e tempestivo esercizio dell'azione di vigilanza sugli stessi. Da ultimo, sono apportate al Regolamento Intermediari alcune modifiche di *fine tuning* in relazione ai seguenti ambiti: domanda di estensione dell'autorizzazione delle SIM allo svolgimento dei servizi e delle attività di investimento, gestione dell'albo previsto dall'art. 20 del TUF ed operatività transfrontaliera delle SIM.

si intende al fatto che, com'è stato già anticipato nei paragrafi precedenti, la Commissione europea ha adottato sei Atti delegati, tutti pubblicati il 2 agosto 2021, con cui sono stati emendati i regolamenti e le direttive di implementazione delle discipline "MiFID II", "UCITS", "AIFMD" e "IDD", nell'ottica di favorire l'integrazione dei profili di sostenibilità degli investimenti nelle pertinenti normative.

Il documento posto in pubblica consultazione ha, quindi, la finalità di recepire o (per meglio dire) riflettere le modifiche apportate a livello europeo nell'ambito del Regolamento Intermediari, con specifico riferimento alle aree su cui insistono le competenze regolamentari della Consob.

Ma andiamo con ordine.

La Commissione europea ha innanzitutto pubblicato la **Direttiva delegata (UE) 2021/1269**³⁷, con la quale ha apportato modifiche alla direttiva delegata MiFID II 2017/593, per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di **governance dei prodotti**. In tal senso, l'intervento regolamentare della Consob mira ad adeguare il Titolo VIII, Parte II, Libro III del Regolamento Intermediari alle citate novità, prevedendo:

- l'obbligo in capo agli intermediari produttori di considerare anche i fattori di sostenibilità ai fini della definizione del *target market* potenziale dei prodotti realizzati, nonché in sede di revisione degli stessi;
- il corrispondente dovere degli intermediari distributori di assicurare la coerenza, in termini di preferenze di tipo ESG, del *target market* effettivo con i relativi strumenti offerti o raccomandati, anche ai fini della revisione della propria "gamma prodotti".

Conformemente al dettato europeo, le previsioni regolamentari di adeguamento alla nuova disciplina di matrice europea troveranno applicazione a decorrere dal **22 novembre 2022**.

³⁷ Per il testo completo consultare il link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32021L1269>

In linea con l'attuale approccio che estende le regole di derivazione MiFID II alle attività di commercializzazione di OICR propri e/o di terzi, nell'ottica di garantire agli investitori le medesime tutele indipendentemente dal canale di acquisto utilizzato (distributore terzo vs gestore che procede alla commercializzazione di OICR propri ovvero di terzi), le novità recate in tema di *product governance* concernenti gli obblighi del distributore sono riferibili anche alle attività disciplinate dagli artt. 107 e 109 del Regolamento Intermediari, per effetto del richiamo alle corrispondenti previsioni regolamentari riguardanti i prestatori di servizi e attività di investimento.

La Commissione Europea ha poi pubblicato il **Regolamento delegato (UE) 2021/1253**³⁸, che ha modificato il regolamento delegato MiFID II 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento.

In questo caso, per effetto del richiamo alle corrispondenti previsioni contenute nel Regolamento (UE) 2017/565 (direttamente applicabile negli Stati membri, con decorrenza 2 agosto 2022), non sussiste l'esigenza di uno specifico intervento di trasposizione a livello domestico, poiché il Regolamento Intermediari risulta già allineato alla nuova disciplina europea con riferimento a tutti gli intermediari definiti dall'art. 35, comma 1, lett. b) dello stesso, nel cui novero sono ricompresi anche prestatori di servizi diversi dai soggetti tipicamente rientranti nel perimetro della MiFID II, senza necessità di ulteriori interventi di adeguamento.

Sono, invece, esclusi i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria, che non rientrano nel novero degli intermediari definiti dall'art. 35, comma 1, lett. b) del Regolamento sopra richiamato. Anche tali soggetti devono essere sottoposti a una disciplina nazionale che preveda requisiti almeno analoghi a quelli previsti dalla MiFID II e dalle pertinenti misure di esecuzione, con riferimento agli ambiti individuati dall'art. 3, par. 2, di MiFID II. Si è quindi reso necessario integrare le previsioni del Libro XI per adeguarle alle novità apportate dal regolamento delegato (UE) 2021/1253:

³⁸ Per il testo completo consultare il link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32021R1253&qid=1628500075118>

in tal senso, la Consob ha modificato gli artt. 138, 165, 167, 171, commi 3, 4 e 6, 176 e 177, comma 5 del Regolamento Intermediari.

Ancora, la Commissione Europea ha altresì modificato la disciplina relativa al risparmio gestito, al fine di integrare gli aspetti relativi alla sostenibilità con riguardo, tra l'altro, alla disciplina sui conflitti di interesse e agli obblighi di diligenza cui i gestori sono tenuti nella prestazione dell'attività di gestione collettiva. Più nello specifico:

- in riferimento alla UCITS, la **Direttiva delegata (UE) 2021/1270**³⁹ ha modificato la direttiva delegata (UE) 2010/43;
- in riferimento all'AIMFD, il **Regolamento delegato (UE) 2021/1255**⁴⁰ ha modificato il regolamento delegato n. 231/2013 (c.d. AIFMR).

Tenuto conto che le modifiche apportate al regolamento delegato AIFM e alla direttiva delegata UCITS sono sostanzialmente coincidenti, gli interventi sul Regolamento Intermediari sono stati definiti in linea con l'approccio regolatorio già adottato in fase di implementazione della AIMFD.

In tale occasione, infatti, si è optato per un richiamo nel Regolamento Intermediari alle disposizioni del regolamento AIFM per renderle applicabili anche ai gestori di fondi UCITS, nell'ottica di assicurare *standard* di comportamento uniformi a prescindere dalla tipologia di prodotto gestito. Alla luce di ciò, la principale modifica apportata al Regolamento Intermediari in sede di adeguamento agli atti delegati sopra citati attiene al richiamo, negli artt. 97 e 98 concernenti gli obblighi di *due diligence*, ai nuovi paragrafi 5 e 6 dell'art. 18 della AIFMR.

In linea con il dettato europeo, le previsioni regolamentari di adeguamento alla nuova disciplina trove-

³⁹ Per il testo completo consultare il link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32021L1270>

⁴⁰ Per il testo completo consultare il link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32021R1255>

ranno applicazione a decorrere dal **1° agosto 2022**.

Da ultimo, la Commissione europea ha emanato il **Regolamento delegato (UE) 2021/1257**⁴¹, con il quale ha modificato i regolamenti delegati IDD con riferimento ai seguenti ambiti:

- disciplina della *product oversight governance*;
- disciplina sui conflitti di interesse;
- valutazione dell'adeguatezza degli investimenti.

Le sopra citate modifiche apportate ai regolamenti delegati IDD, essendo direttamente applicabili negli Stati membri, non richiedono uno specifico intervento di trasposizione a livello domestico.

Ciò posto, la Consob è comunque intervenuta con alcune modifiche al Libro IX del Regolamento Intermediari, al fine di allineare le disposizioni ivi previste alla disciplina in materia di finanza sostenibile applicabile alla prestazione dei servizi di investimento di derivazione MiFID II; ciò, in coerenza con l'approccio seguito nel recepimento domestico della normativa IDD di prevedere per la distribuzione di prodotti di investimento assicurativi (c.d. IBIP) disposizioni in linea con quelle dettate per i prestatori dei servizi di investimento, in virtù del carattere di armonizzazione minima della IDD. In conformità al riparto di competenze tra IVASS e Consob delineato dal legislatore nazionale, le modifiche proposte riguardano esclusivamente la distribuzione di IBIP posta in essere dai soggetti abilitati alla distribuzione assicurativa (come definiti dall'art. 1, comma 1, lett. w-bis), del TUF).

Le modifiche *supra* delineate sono tutte rappresentate nel documento posto in pubblica consultazione. La consultazione termina il **19 marzo 2022**.

⁴¹ Per il testo completo consultare il link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:3A32021R1257>



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

➤ **dirittobancario.it**
