

ATTUALITÀ

La sostenibilità nei servizi di investimento

20 Aprile 2022

Luca Galli, Partner, EY Advisory SpA
Andrea Lapomarda, Associate Partner, EY Advisory SpA
Simone Smeraldi, EY Advisory SpA



Luca Galli, Partner, EY Advisory SpA

Andrea Lapomarda, Associate Partner,
EY Advisory SpA

Simone Smeraldi, EY Advisory SpA

> Luca Galli

Luca Galli è Partner – FSO Business Consulting Leader di EY Advisory SpA. Responsabile della practice di consulenza business per i financial services dal 2020. Partner dal 2012 e ha più di vent'anni di esperienza nei financial services a supporto di Gruppi bancari, finanziari e assicurativi nazionali ed internazionali. Principali aree di competenza: Corporate Governance & Internal Controls.

> Andrea Lapomarda

Responsabile delle solution offerte da EY nel settore finanziario in ambito Internal Audit e RegTech. In EY dal 2011, ha maturato oltre 15 anni di esperienza nei financial services a supporto di Gruppi bancari, finanziari e assicurativi nazionali ed internazionali. Principali aree di competenza: Corporate Governance, Internal Audit e Compliance.

Consulting services

EY Advisory SpA



Nel dare seguito al **piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile**, presentato dalla Commissione europea nel marzo 2018 con l'intento di **sviluppare per l'Europa** una posizione di **"guida mondiale nella transizione verso uno sviluppo sostenibile"**, sono state **emanate** specifiche **normative comunitarie finalizzate ad integrare i fattori di sostenibilità ambientale, sociale e governance** (cd. fattori ESG) nel quadro **della prestazione dei servizi di investimento**. In tale ambito risultano di particolare rilievo le seguenti disposizioni comunitarie:

1. il **Regolamento (UE) 2019/2088** relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (cd. SFDR);
2. il **Regolamento (UE) 2020/852** relativo all'istituzione di un quadro normativo che favorisca gli investimenti ecosostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088 (cd. Tassonomia o Regolamento *Taxonomy*);
3. il **Regolamento Delegato (UE) 2021/1253** che modifica il Regolamento Delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori, dei rischi e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento (Adeguatezza MiFID);
4. la **Direttiva Delegata (UE) 2021/1269** che modifica la Direttiva Delegata (UE) 2017/593 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di governo dei prodotti (cd. *Product Governance* MiFID).

Il contesto normativo di riferimento è articolato e al momento "fluido": una prima serie di disposizioni è attualmente in vigore e applicabile (e.g. la richiamata normativa SFDR trova in larga misura già applicazione dal 10 marzo 2021), mentre la normativa di secondo livello risulta spesso ancora in bozza e non adottata dalla Commissione Europea, infine le disposizioni di terzo livello sono in fase di integrazione e/o consultazione (e.g. *Questions & Answers* sul Regolamento (UE) 2019/2088, e orientamenti ESMA relativi ai requisiti di adeguatezza ai sensi della MiFID II).

Nondimeno - pur in un quadro normativo ancora non stabile e in continua evoluzione - **gli intermediari operanti nella prestazione dei servizi di investimento saranno chiamati - pari passu al consolidamento della normativa - a riadattare il proprio modello di servizio**, anche con l'obiettivo di traguardare le opportunità di *business* derivanti dal crescente interesse degli investitori sui fattori ESG, facendo

leva principalmente sui seguenti aspetti:

- la possibilità di **contribuire con un impatto sociale positivo** alla ripresa post-covid;
- l'opportunità di **meglio intercettare e indirizzare le esigenze dei propri clienti e degli investitori, integrando i fattori ESG** nella prestazione dei propri servizi di investimento.

Alla luce del quadro regolamentare dianzi evidenziato, nel prosieguo del presente contributo, si ritiene utile fornire una rapida disamina dei principali aspetti di ciascuna delle normative in fase di consolidamento che presentano i maggiori impatti sui modelli di prestazione dei servizi da parte degli intermediari finanziari.

SFDR

Il Regolamento (UE) 2019/2088 si pone l'obiettivo di **incrementare la trasparenza riguardo le caratteristiche di sostenibilità** all'interno dei mercati finanziari e di **creare standard comuni per la rendicontazione e la divulgazione di informazioni**, soprattutto nella prospettiva di fornire **maggior trasparenza** agli investitori per una scelta più consapevole dei prodotti finanziari secondo logiche ESG.

Per raggiungere il proprio obiettivo tale normativa stabilisce delle **regole di trasparenza sia a livello di soggetto** (cd. *entity level*) **sia a livello di prodotto** (cd. *product level*) riguardo:

- ai **rischi di sostenibilità** - *intesi come gli eventi o le condizioni di tipo ambientale, sociale o di governance che, qualora si verificassero potrebbero provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento* - e a come gli stessi siano stati integrati nei processi decisionali relativi agli investimenti (*entity level*) e nelle decisioni di investimento (*product level*);
- alla considerazione - o meno - dei **principali effetti negativi** che le decisioni di investimento possono avere sui fattori di sostenibilità.

L'SFDR, inoltre, prevede la classificazione dei prodotti sostenibili nelle seguenti due distinte categorie in virtù del livello di considerazione dei fattori di sostenibilità, con conseguenti obblighi di disclosure crescenti, i.e.:

- prodotti finanziari che **promuovono**, tra le altre, caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di tali caratteristiche (cd. prodotti ex articolo 8 SFDR, o *light green*);
- prodotti finanziari che hanno come **obiettivo** investimenti sostenibili (cd. prodotti ex articolo 9 SFDR, o *dark green*).

Il **10 marzo 2021** è entrato in vigore il primo set di requisiti normativi che, *inter alia*, hanno portato all'**aggiornamento dei siti web** e della **reportistica precontrattuale** dei prodotti di investimento al fine di migliorare la trasparenza verso i clienti relativamente alle tematiche di sostenibilità.

Dalle prime evidenze di mercato si rileva un **adeguamento tattico ai requisiti normativi**: in particolare, la maggioranza dei *player* operanti nel mercato italiano ha provveduto all'integrazione dei rischi di sostenibilità nei propri processi decisionali tramite l'adozione di soluzioni di *rating provider* terzi in ambito ESG e/o di *policy* di esclusione di settori considerati controversi.

In merito alla considerazione dei principali impatti negativi sui fattori di investimento, sono state rilevate **disclosure di alto livello**, senza l'utilizzo di indicatori considerati nella misurazione degli impatti; verosimilmente l'utilizzo di specifici indicatori sarà obbligatorio con l'entrata in vigore della normativa secondaria di riferimento.

In ordine ai **prodotti sostenibili**, al momento sono presenti sul mercato diverse tipologie di strumenti, in **maggioranza light green** e taluni di tipo **dark green**, questi ultimi caratterizzati principalmente da investimenti sostenibili incentrati sul tema del cambiamento climatico e sulla riduzione delle emissioni di CO₂.

Con l'obiettivo di fornire maggiori dettagli circa le *disclosure* introdotte dalla SFDR, mediante l'introduzione di **template predefiniti**, le ESAs (*European Supervisory Authorities*) hanno sviluppato un primo *draft* di *Regulatory Technical Standards* (cd. RTS). La prima versione del *Final Report* sugli RTS è stata pubblicata il 2 febbraio 2021 e poi integrata dalle ESAs dopo pochi mesi per considerare anche i requisiti previsti dal Regolamento (UE) 2020/852 (cd. "*Taxonomy*", trattata nel seguito del presente contributo). Il relativo *Final Report* è stato pubblicato il 22 ottobre 2021, adottato dalla Commissione Europea il 6 aprile 2022 ed è attualmente sotto esame da parte del Parlamento e del Consiglio Europeo.

Alla luce della complessità della materia e della normativa stessa, il 25 novembre 2021, la Commissione Europea ha informato il Parlamento e il Consiglio europeo riguardo alla necessità di disporre di una tempistica più ampia per la predisposizione degli atti delegati e, conseguentemente, l'applicazione degli RTS è stata posticipata dal 1° gennaio 2022 al **1° gennaio 2023**.

Il **disallineamento temporale** tra gli obblighi di disclosure introdotti dalla normativa primaria - già in vigore - e la normativa di secondo livello che fornirà dettagli puntuali sulle metodologie di calcolo e di rappresentazione delle stesse informative, sta creando non poche difficoltà interpretative al mercato e, soprattutto, la carenza di dati quantitativi certi.

Tali difficoltà sono particolarmente avvertite dai distributori di prodotti finanziari che, a partire dal 2 agosto 2022, dovranno rivedere i propri modelli di consulenza e di valutazione dell'adeguatezza delle raccomandazioni fornite alla propria clientela, al fine di tenere in considerazione proprio le preferenze di sostenibilità della stessa, anche mediante il *matching* con le informazioni pubblicate dai *manufacturer* ai sensi dell'SFDR (per maggiori dettagli si rimanda al successivo paragrafo dedicato alle novità normative in ambito MiFID II).

Taxonomy

Il Regolamento (UE) 2020/852, stabilisce i **criteri per determinare se un'attività economica possa considerarsi ecosostenibile**, illustrando i cd. **Obiettivi Ambientali**, ovvero:

- a) la mitigazione dei cambiamenti climatici;
- b) l'adattamento ai cambiamenti climatici;
- c) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine;
- d) la transizione verso un'economia circolare;
- e) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento;
- f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

Con particolare riferimento ai prodotti finanziari il Regolamento prevede che le *disclosure* pubblicate ai sensi dell'SFDR, siano integrate con **informazioni circa l'Obiettivo Ambientale** a cui contribuisce l'investimento sottostante il prodotto finanziario e con una **descrizione quali-quantitativa** di come gli **investimenti sottostanti al prodotto siano riconducibili ad attività economiche considerate ecosostenibili**.

I requisiti introdotti dal Regolamento *Taxonomy* sono in vigore dal **1° gennaio 2022** per quanto riguarda gli Obiettivi Ambientali di cui ai precedenti alinea a) e b) (i.e. mitigazione dei cambiamenti climatici e adattamento ai cambiamenti climatici), mentre saranno applicabili per tutti gli altri a partire dal 1° gennaio 2023.

Pariteticamente a quanto osservato riguardo all'SFDR anche nel caso del Regolamento *Taxonomy* le modalità operative per l'effettuazione delle necessarie *disclosure* sono attese nei **Regulatory Technical Standards**, con conseguente difficoltà per i *manufacturer* di misurare e rappresentare l'allineamento tassonomico dei propri prodotti. A tale difficoltà si somma la mancanza di dati di mercato relativi all'ecosostenibilità degli emittenti, con la conseguenza che anche prodotti *dark green* spesso risultino con percentuali di allineamento tassonomico molto ridotte e pertanto fuorvianti rispetto alla reale natura sostenibile del prodotto stesso.

In tale contesto di incertezza, alla luce del quale sul mercato si possono rilevare approcci differenti sulle *disclosure*, **sia livello di NCAs** (*National Competent Authorities*) **sia a livello di manufacturer** di uno stesso paese membro, il 25 marzo scorso le ESAs hanno aggiornato il *Joint Supervisory Statement* relativo all'applicazione dell'SFDR, proprio con l'obiettivo di indirizzare le modalità di rappresentazione delle informative introdotto dal Regolamento *Taxonomy*.

MiFID II (Adeguatezza e Product Governance)

Le modifiche agli atti delegati della MiFID II hanno l'obiettivo di **integrare la normativa di riferimento per i servizi di investimento con le tematiche di sostenibilità**, con l'obiettivo di aggiornare i modelli e i processi di consulenza e di tutela degli investitori, prevedendo l'integrazione dei modelli al fine di tenere in considerazione le **preferenze di sostenibilità della clientela**, nonché aggiornando, conseguentemente, il **processo di produzione e di gestione dei prodotti** (cd. *Product Governance*).

Le principali modifiche apportate al Regolamento Delegato (UE) 2017/565 si possono riassumere nell'esigenza per i prestatori di servizi di consulenza in materia di investimenti di procedere:

- alla **raccolta delle preferenze di sostenibilità dei propri clienti**, debitamente **integrando i propri questionari di profilatura MiFID con apposite domande ESG**;
- all'**aggiornamento dei modelli di adeguatezza** prevedendo controlli aggiuntivi volti a verificare la corrispondenza tra le preferenze di sostenibilità raccolte e i prodotti raccomandati;
- l'estensione del **catalogo prodotti** con particolare *focus* ai prodotti con caratteristiche ESG.

Con l'intento di fornire ai partecipanti al mercato maggiori dettagli circa l'**integrazione delle preferenze di sostenibilità nei processi di consulenza e gestione di portafogli**, in data 27 gennaio 2022 l'ESMA ha pubblicato in consultazione la proposta di aggiornamento delle "**Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirement**".

La consultazione sarà aperta fino al prossimo **27 aprile 2022**; l'Autorità ha confermato che prevede la pubblicazione del *Final Report* e le conseguenti Linee Guida nel corso del **terzo trimestre del 2022**, verosimilmente non prime dell'entrata in vigore delle modifiche al Regolamento Delegato (UE) 2017/565, prevista per il **2 agosto 2022**.

Le principali novità riportate dall'ESMA nel documento in consultazione riguardano:

- i. le informazioni da fornire ai clienti circa scopo dell'adeguatezza e dei criteri di sostenibilità;
- ii. le disposizioni necessarie per comprendere e raccogliere le preferenze di sostenibilità dei clienti (Questionario di profilatura);
- iii. la modalità di aggiornamento delle informazioni dei clienti circa gli aspetti di sostenibilità;
- iv. le procedure e le metodologie che le imprese dovranno adottare;
- v. le disposizioni necessarie a garantire l'adeguatezza di un investimento, ossia l'integrazione degli attuali modelli di adeguatezza con i controlli sulla sostenibilità;
- vi. le qualifiche, la conoscenza e l'esperienza che il personale delle imprese deve avere con riferimento alle tematiche e ai criteri della sostenibilità.

Dalle prime evidenze emerge come gli operatori di mercato si stiano adoperando per un primo **ade-**

guamento "tattico" ai suddetti requisiti. In particolare, si osserva come larga parte degli operatori stia prevedendo un'**integrazione minimale del proprio questionario di profilatura** con l'inserimento di domande di alto livello, volte a genericamente indagare l'interesse del cliente verso prodotti sostenibili.

Allo stato, sembrano essere pochi gli intermediari che prevederanno, già a partire dal prossimo mese di agosto, integrazioni più massive con domande volte ad approfondire gli ambiti e gli aspetti della sostenibilità che stanno maggiormente a cuore della clientela. Tale approccio "tattico" è principalmente dovuto alle problematiche legate alla limitata disponibilità dei dati sulla sostenibilità dei prodotti finanziari e all'ancora esiguo numero di prodotti ESG.,

Anche con riferimento all'**integrazione dei modelli di adeguatezza** si riscontra un **adeguamento "tattico"** in larga misura incentrato sull'utilizzo di **score e indicatori ESG** forniti da appositi *rating provider* con 2 macro-orientamenti rinvenibili sul mercato: da una parte taluni operatori sono impegnati a far evolvere l'utilizzo di un **rating medio di portafoglio**, dall'altra sono presenti altri operatori che prediligono un approccio dicotomico che consente di definire la **quota di portafoglio del cliente investita in prodotti sostenibili**.

In merito alla Direttiva Delegata (UE) 2017/593 le principali novità riguardano l'integrazione del processo di definizione dei prodotti mediante l'**individuazione del mercato di riferimento potenziale** (cd. *Target Market* potenziale) relativamente agli eventuali obiettivi legati alla sostenibilità dei prodotti stessi. Tale *Target Market* potenziale deve essere monitorato nella successiva fase distributiva al fine di assicurare che prodotti e servizi offerti siano compatibili con le esigenze, le caratteristiche e gli obiettivi - *compresi quelli eventuali legati alla sostenibilità* - del mercato di riferimento.

Le modifiche alla Direttiva Delegata dovranno essere recepite dagli Stati Membri dell'UE entro il **21 agosto 2022** e saranno applicabili a decorrere dal **22 novembre 2022**; analogamente ai temi afferenti all'adeguatezza, anche per la *Product Governance* è prevista da parte di ESMA la pubblicazione di specifici orientamenti e linee guida, le cui tempistiche di emissioni non sono ancora state definite.

Conclusioni

In un contesto mutevole e in costante evoluzione, la prossima costitutiva **milestone è fissata per il 2**

agosto 2022 con l'entrata in vigore delle modifiche a MiFID II e la conseguente necessità per gli intermediari di rendere operativi i nuovi questionari di profilatura e i modelli di adeguatezza integrati.

Pur in uno scenario di mercato che privilegia soluzioni prevalentemente "tattiche" e adattive in risposta ad un contesto normativo ancora in via di consolidamento, tale *deadline* si configura come un punto di svolta a partire dal quale le preferenze di sostenibilità della clientela e la necessità di riscontrare tali preferenze con prodotti sostenibili diventeranno ufficialmente parte integrante dei processi di consulenza e dei modelli di adeguatezza degli intermediari di tutta l'Unione Europea.

La raccolta delle preferenze di sostenibilità della clientela e la conseguente necessità di prodotti specialistici per soddisfarle saranno un nuovo *boost* per lo sviluppo e la produzione di nuovi prodotti sostenibili che faranno da traino per "*sviluppare per l'Europa una posizione di guida mondiale nella transizione verso uno sviluppo sostenibile*".

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

