

ATTUALITÀ

La nomenclatura dei fondi ESG tra forma e sostanza

24 Novembre 2022

Dino Abate, Partner, Atrigna & Partners

Federico Bonardi, Atrigna & Partners



Dino Abate, Partner, Atrigna & Partners

Federico Bonardi, Atrigna & Partners

> Dino Abate

Dino Abate è partner dello Studio legale Atrigna & Partners. Iscritto all'Albo degli Avvocati di Milano. Ha prestato servizio per un quinquennio in Banca d'Italia, Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria, dove si è occupato prevalentemente dei profili giuridici connessi allo svolgimento dell'attività di vigilanza su banche, SGR, SIM e IMEL in situazioni di crisi. Ha approfondito lo studio delle recenti innovazioni legislative comunitarie in materia di vigilanza bancaria e finanziaria. Si occupa degli aspetti normativi e operativi legati alla disciplina degli intermediari bancari e finanziari, e, più in generale, di diritto bancario e commerciale.

1. Premesse

Come noto il settore del risparmio gestito è stato interessato negli ultimi anni da un'importante opera di riforma legata all'esigenza di garantire l'afflusso dei capitali privati nella direzione della sostenibilità degli investimenti. Tra le normative di maggiore rilievo si segnalano in particolare il Reg. (UE) 2019/2088 ("SFDR") attuato dal Reg. (UE) 2022/1288 ("RTS SFDR") ed il Reg. (UE) 2020/852 ("Reg. Tassonomia"). Tali regolamenti hanno positivizzato la necessità di garantire un adeguato flusso informativo ai potenziali investitori, sempre più interessati al tema della sostenibilità⁽¹⁾, in termini di documentazione precontrattuale (prospetti e documenti d'offerta), periodica (relazioni annuali) e obblighi di trasparenza anche sui siti web dei partecipanti ai mercati finanziari⁽²⁾.

A fonte dei nuovi adempimenti, la prassi nell'ambito della gestione collettiva si è orientata nel senso di far corrispondere agli obblighi di *disclosure* delle vere e proprie "categorie" di prodotti finanziari, definiti anche *pale green* (art. 6 SFDR), *light green* (art. 8 SFDR o, nella variante in cui sussistono per una porzione del portafoglio obiettivi di investimento sostenibile, prodotti "8 plus") e *dark green* (art. 9 SFDR) rispetto alle quali gli operatori avevano già iniziato ad individuare dei criteri logico-razionali a cui fare riferimento in assenza di indicazioni normative⁽³⁾. Occorre infatti considerare che le tre disposizioni citate non disciplinano espressamente delle categorie di fondi, bensì pongono obblighi di trasparenza a seconda del grado di intensità che il tema della sostenibilità assume per il prodotto considerato. Mentre tuttavia l'art. 9 SFDR fa rinvio ad un concetto definito ancorché ampio, ossia l'obiettivo di "investimenti sostenibili", le altre due disposizioni presentano un perimetro più ampio, al punto che, con riferimento all'art. 8 SFDR ed al concetto di "promozione" delle caratteristiche ambientali e/o sociali, si parla di "*catch-all category*"⁽⁴⁾.

¹ Per una recente analisi si veda D. COSTA, M. GENTILE, N. LINCiano, "Interesse verso gli investimenti sostenibili - Un esercizio di caratterizzazione degli investitori italiani sulla base delle indagini CONSOB", in *Quaderno di finanza sostenibile* n. 3, novembre 2022.

² Categoria definita dall'SFDR che ricomprende, *inter alia*, le SGR.

³ Per una prima analisi sul punto sia consentito fare rinvio a D. ABATE e F. BONARDI, "L'informativa ESG nel caso di fondi comuni di investimento ex art. 8 del Reg. 2088/2019", in *Diritto Bancario*, Approfondimenti, ottobre 2021.

⁴ Sul concetto di "promozione", potenzialmente ampio, è intervenuto un chiarimento della Commissione europea che, nelle Q&A del 14/07/2021(Ref. Ares(2021)4556843) ha avuto modo di specificare che "*the term 'promotion'* [...]"

Il documento di consultazione pubblicato dall'ESMA nel novembre 2022 si propone ora l'obiettivo di delineare un perimetro condiviso entro il quale poter effettivamente considerare un prodotto finanziario SFDR come rispondente alle indicazioni contenute nell'art. 8, ipotizzano delle soglie quantitative (espresse come percentuale minima di investimenti effettuati dal prodotto) da rispettare per poter qualificare i prodotti come, appunto, "art. 8" e per conferire agli stessi nomi contenenti le espressioni "ESG", "sostenibilità" e "impatto"⁽⁵⁾.

2. I riflessi sostanziali della trasparenza

La tematica in commento, pur originando da obblighi di trasparenza, ha avuto fin dalle sue prime applicazioni pratiche dei risvolti sostanziali, poiché la maggior parte dei gestori, vuoi per essere *compliant* rispetto alla nuova normativa, vuoi per cercare di sfruttare potenziali vantaggi competitivi o vuoi ancora per adempiere ad una *mission* strategica, hanno modificato i processi decisionali di investimento applicabili ai propri fondi, modificato le strategie di distribuzione di fondi di terzi e adottato *policy* e procedure interne per affrontare il tema della sostenibilità.

Una tale attività, nel suo risvolto pratico, ha consentito ai gestori di indirizzare gli investimenti dei propri fondi verso asset sostenibili e, conseguentemente, di promuovere i propri prodotti quali "ESG", "sostenibili" o "green"; tale attività promozionale, tuttavia, in assenza di binari normativamente vincolati ha incrementato il rischio di *greenwashing*, la cui nozione è attualmente oggetto di dibattito in sede

encompasses, by way of example, direct or indirect claims, information, reporting, disclosures as well as an impression that investments pursued by the given financial product also consider environmental or social characteristics in terms of investment policies, goals, targets or objectives or a general ambition in, but not limited to, pre-contractual and periodic documents or marketing communications, advertisements, product categorization, description of investment strategies or asset allocation, information on the adherence to sustainability-related financial product standard and labels, use of product names or designations, memoranda or issuing documents, factsheets, specifications about conditions for automatic enrolment or compliance with sectoral exclusions or statutory requirements regardless of the form used, such as on paper, durable media, by means of websites, or electronic data rooms".

⁵ La consultazione è disponibile all'indirizzo https://www.esma.europa.eu/file/125607/download?token=_-6V62IF. Le risposte potranno pervenire all'Autorità entro il 20 febbraio 2023 ed ESMA si aspetta di pubblicare i propri orientamenti nel Q2-Q3 2023.

unionale⁽⁶⁾.

Sempre dal punto di vista dell'attività promozionale, si deve altresì considerare che il settore in commento è stato recentemente riformato dall'entrata in vigore e dal recepimento della direttiva 2019/1160/UE e del Reg. (UE) 2019/1156 (rispettivamente "CBDFD" e "CBDFR"⁽⁷⁾) i quali contengono norme di principio e di dettaglio relative alle comunicazioni di *marketing* che, tra le altre cose, forniscono anche delle indicazioni (prevalentemente incentrate sulla coerenza della documentazione) sul tema della sostenibilità; a completamento di tale quadro un ruolo importante è infatti ricoperto dagli Orientamenti ESMA sulle comunicazioni di *marketing* a norma del regolamento relativo alla distribuzione transfrontaliera di fondi⁽⁸⁾.

3. Il ruolo della vigilanza: dall'interpretazione all'integrazione dei dettami dell'SFDR e della relativa normativa di attuazione

L'impatto significativo sul mercato di riferimento e l'evoluzione della disciplina hanno interessato naturalmente anche i *regulator* unionali e nazionali: alcune indicazioni sono pervenute sia per le vie formali, ad esempio tramite la pubblicazione del *Supervisory briefing* ESMA del 31 maggio 2022 denominato "*Sustainability risks and disclosures in the area of investment management*"⁽⁹⁾ e delle Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali Banca d'Italia dell'8 aprile 2022, che per le vie informali, mediante

⁶ Le ESAs hanno lanciato il 15 novembre 2022 una *Call for Evidence* avente ad oggetto proprio tale pratica. Sulle possibili conseguenze del *greenwashing* v. S. DAVINI, S. CONTI, C. ORLANDI, e F. CHRISAM, "Eco-mark Era, Green-washing e pubblicità ingannevole", in *Diritto Bancario*, Approfondimenti, agosto 2021.

⁷ Per un'analisi preliminare delle disposizioni contenute nella CBDFD e nel CBDFR sia consentito rinviare ad A. MANFROI e F. BONARDI, "La distribuzione cross-border di OICR nel nuovo framework europeo", in *Diritto Bancario*, Approfondimenti, agosto 2021; v. anche V. TROIANO, *La pre-commercializzazione di FIA riservati*, RTDR, N. 3, 2021, p. 440 ss.

⁸ Con specifico riferimento al tema delle comunicazioni di *marketing* il riferimento è a ESMA ESMA34-45-1272 del 02 agosto 2021; per un'analisi dei dettagli di tale documento sia consentito rinviare a A. MANFROI e F. BONARDI, "L'attività promozionale di OICR da parte dei gestori", in *Diritto Bancario*, Approfondimenti, maggio 2022.

⁹ Per un commento a tale documento sia consentito rinviare a D. ABATE e F. BONARDI, "Fondi di investimento: rischi di sostenibilità e disclosure nelle indicazioni di vigilanza ESMA", in *Diritto Bancario*, Attualità, giugno 2022.

la pubblicazione di quaderni di ricerca Consob e Banca d'Italia in materia⁽¹⁰⁾.

Nonostante in numerosi sforzi interpretativi ed alcuni importanti chiarimenti anche da parte della Commissione Europea⁽¹¹⁾, diverse geografie dell'Unione europea hanno avviato dei processi normativi interni per colmare il vuoto normativo lasciato dalla genericità di alcuni concetti già in vigore e largamente utilizzati, primo tra tutti quello dei prodotti finanziari ex art. 8 SFDR, categoria nella quale rientrano i fondi che promuovono, tra le altre, caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di esse, a condizione che le imprese in cui gli investimenti sono effettuati rispettino prassi di buona *governance*⁽¹²⁾.

Onde evitare possibili arbitraggi normativi tra Stati membri, il 18 novembre 2022, l'ESMA ha pubblicato il citato documento di consultazione finalizzato alla pubblicazione di Orientamenti sull'utilizzo dei termini "ESG" o "collegati alla sostenibilità" nei nomi dei fondi.

¹⁰ Il riferimento a Consob deve intendersi effettuato a S. ANCHINO, A. CIAVARELLA, P. DERIU, F. FIORE, S. NOCELLA, M. TAMBUCCI, A. TURI, "Gestione del risparmio e sostenibilità: l'approccio dei gestori in Italia - Survey sull'applicazione di criteri ESG nell'ambito delle politiche di investimento e delle attività di stewardship da parte dei gestori di attivi", in *Quaderno di finanza sostenibile n. 2*, giugno 2022 e N. LINCIANO, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA, "La finanza per lo sviluppo sostenibile - Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea", in *Quaderno di finanza sostenibile n. 1*, giugno 2021. Quanto a Banca d'Italia, si hanno in mente L. LAVECCHIA, J. APPODIA, P. CANTATORE, R. CAPPARIELLO, S. DI VIRGILIO, A. FELETTIGH, A. GIUSTINI, V. GUBERTI, D. LIBERATI, G. MEUCCI, S. PIERMATTEI, F. SCHIMPERNA e K. SPECCHIA, "Dati e metodi per la valutazione dei rischi climatici e ambientali in Italia", in *Questioni di Economia e Finanza n. 732*, novembre 2022 e E. BERNARDINI, I. FAIELLA, L. LAVECCHIA, A. MISTRETTA e FILIPPO NATOLI, in *Questioni di Economia e Finanza n. 608*, marzo 2021.

¹¹ Il riferimento è alle citate Q&A del 14/07/2021, cui si sono aggiunte le risposte alle "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 (SFDR)" del 17/05/2022 disponibili su <https://www.esma.europa.eu/document/questions-related-regulation-eu-20192088-sfdr>.

¹² Si legge nel testo della consultazione in commento che "Germany has considered criteria for the use of ESG- and sustainability -related words in fund's names. France has introduced minimum expectations on the approach that managers should follow if they want to communicate extensively about non-financial characteristics within their marketing material and regulatory documents. Those are based on sustainable commitments made by asset managers in their legal documentation and agnostic about the way the manager demonstrates the sustainability of their approach" (punto 8 del documento di consultazione). Il dibattito è aperto anche negli Stati Uniti e nel Regno Unito (v. punto 9 del documento di consultazione).

Obiettivo primario dell'Autorità unionale è rispondere all'esigenza di aumentare la tutela degli investitori, particolarmente evidente quando si tratta della qualità della trasparenza dei fondi, soprattutto quando questi utilizzano nel loro nome termini che suggeriscono un investimento focalizzato in imprese che soddisfano determinati standard ESG. Questo tipo di terminologia, secondo ESMA, può infatti essere particolarmente "potente" nei nomi dei fondi, in quanto gli stessi possono attirare un notevole interesse e consentire di distinguersi agli occhi degli investitori. A tal proposito, spiega l'Autorità, il nome è uno strumento per comunicare le informazioni sul fondo stesso agli investitori e rappresenta anche un importante mezzo di *marketing* del medesimo. Il nome di un fondo è, infatti, il primo attributo che normalmente gli investitori guardano e, sebbene ci si aspetti che questi ultimi guardino al di là del nome stesso e controllino in dettaglio tutta la documentazione inerente, il nome può avere un impatto significativo sulle loro decisioni di investimento⁽¹³⁾.

4. Una overview degli orientamenti ESMA in consultazione

Gli Orientamenti posti in consultazione, che costituiscono un corollario del citato *Supervisory briefing*, prendono in considerazione i nomi dei fondi proponendo l'utilizzo di soglie quantitative per poter utilizzare termini quali "ESG" e "sostenibile". Ciò al fine di avere a disposizione un presidio misurabile e sicuro contro il rischio di *greenwashing*.

Pur trattandosi allo stato attuale di una consultazione, dunque, il testo in commento propone l'introduzione *inter alia* di tre limiti seguenti per i fondi comuni "art. 8 SFDR"⁽¹⁴⁾:

- a. se un OICR contiene nella sua denominazione l'acronimo "ESG", ovvero fondo ad "impatto" o *similia*, allora almeno l'80% degli investimenti dovrà essere utilizzato per promuovere le caratteristiche ambientali/sociali;
- b. se un OICR contiene nella sua denominazione la parola "sostenibile", allora almeno la metà

¹³ Il documento di consultazione propone altresì una serie di esempi di possibili valutazioni di nomi di fondi nell'Allegato IV.

¹⁴ Quanto ai prodotti ex art. 9 SFDR, come è noto, i limiti sono già tipizzati nella nozione stessa di "investimento sostenibile" contenuta nell'SFDR e, inoltre, gli stessi stati altresì oggetto di chiarimenti da parte della Commissione europea nelle proprie Q&A.

di quell'80% minimo di investimenti dovrà essere indirizzato verso "investimenti sostenibili" secondo la definizione dell'SFDR;

- c. tutti i fondi comuni ex art. 8 SFDR che presentino le denominazioni sopra riportate dovranno prevedere "presidi minimi" ESG con riferimento a tutto il portafoglio, presidi che nelle intenzioni dell'ESMA non dovranno sostanzarsi in criteri di esclusione.

Dalle considerazioni che precedono, dunque, sembrerebbe potersi desumere che:

- a. solo gli OICR che utilizzano nei loro nominativi le espressioni sopra riportate e che rispettano la lettera b) dell'elenco che precede potranno ritenersi prodotti "8 plus";
- b. anche se le presenti disposizioni si applicano testualmente soltanto ai fondi comuni che contengono le terminologie citate nella denominazione, le percentuali che vengono indicate dall'ESMA (peraltro più stringenti rispetto a quello che allo stato attuale si è visto sul mercato) potranno comunque costituire una *best practices* per tutti i prodotti finanziari "ESG".

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

