

ATTUALITÀ

Revisione degli RTS SFDR: le novità della consultazione ESAs

Ampliamento dell'ambito
di disclosure, semplificazione
e rifinitura tecnica

17 Aprile 2023

Claudia Colomba, Senior Associate, Hogan Lovells



Claudia Colomba, Senior Associate,
Hogan Lovells

Nell'aprile del 2022, le tre autorità di vigilanza europee (EBA, EIOPA ed ESMA, congiuntamente **"ESAs"**) hanno ricevuto dalla Commissione UE l'incarico di rivedere gli RTS di cui al Regolamento delegato (UE) 2022/1288 della Commissione del 6 aprile 2022 che integra il Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione (**"RTS"**) che specificano i dettagli del contenuto e della presentazione delle informazioni relative al principio «non arrecare un danno significativo», e che specificano il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni relative agli indicatori di sostenibilità e agli effetti negativi per la sostenibilità, nonché il contenuto e la presentazione delle informazioni relative alla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli obiettivi di investimento sostenibile nei documenti precontrattuali, sui siti web e nelle relazioni periodiche (**"Regolamento Delegato SFDR"**).

L'incarico di revisione contemplava la possibilità di ampliare il contesto della *disclosure* richiesta dal quadro normativo, di affrontare alcune questioni tecniche emerse a seguito dell'approvazione originaria dell'SFDR, relative agli indicatori di sostenibilità in materia di principali effetti negativi (**"PAI"**), e di proporre modifiche in merito alla documentazione precontrattuale e periodica e all'informativa dei prodotti finanziari da rendere disponibile sui siti web, al fine di includere gli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra (GHG), compresi gli obiettivi intermedi e le misure adottate.

Le ESAs hanno quindi reso pubblico lo scorso 12 aprile 2023 un documento di consultazione volto non solo a recepire le richieste della Commissione UE ma anche a condividere delle riflessioni in merito al principio «non arrecare un danno significativo», attualmente rimesso ad una valutazione ritenuta troppo discrezionale per i partecipanti al mercato finanziario (**"FMP"**), all'esigenza di semplificazione dei template acclusi agli RTS ed una serie di altri aggiustamenti di natura tecnica in merito all'utilizzo dei template e all'applicazione degli standard. Nello specifico, le modifiche proposte dalle ESAs riguardano quanto segue.

Estensione dell'elenco degli indicatori sociali universali per il PAI

Usando come base la prima serie di bozze degli Standard europei di rendicontazione della sostenibilità (ESRS), le ESAs hanno esteso la lista degli indicatori sociali, così da includere ad esempio l'esposizione ad aziende coinvolte nella coltivazione e produzione di tabacco, i profitti provenienti da giurisdizioni

fiscali non cooperative e la quota di dipendenti che guadagnano meno del salario adeguato.

Le ESAs hanno anche allineato la formulazione di una serie di indicatori PAI al linguaggio utilizzato nell'ESRS (ad esempio, numero di giorni persi per infortuni sul lavoro, incidenti, decessi per infortuni sul lavoro e per lavoro) e agli UN Guiding Principles on Business and Human Rights.

Le ESAs prevedono di introdurre degli indicatori sociali per il PAI nel settore immobiliare, non previsti nell'attuale versione degli RTS e di allineare la definizione di "immobili inefficienti" ai criteri dettati nel Regolamento UE sulla Tassonomia.

Revisione tecnica del quadro PAI

Per facilitare il calcolo degli indicatori PAI, le ESA propongono:

- nuove formule per gli indicatori PAI non contemplate nella versione in vigore degli RTS, per venire incontro alle richieste dei FMP che hanno richiesto maggiore chiarezza nella determinazione dei numeratori e dei denominatori;
- modifiche tecniche e chiarimenti per gli indicatori attuali, selezionando degli indicatori che richiedevano un chiarimento o una definizione più precisa. Ad esempio, la metrica "espressa per milione di euro" è stata sostituita con quella "espressa come media ponderata" per alcuni indicatori e sono state specificate le metriche per l'indicatore sugli investimenti in imprese che non adottano pratiche sostenibili per la terra/l'agricoltura o per gli oceani/i mari;
- la divulgazione della quota di investimenti per i quali le informazioni sono ricevute direttamente dalle società partecipate nella colonna "spiegazione" delle informazioni sul PAI;
- la revisione della definizione "valore corrente di tutti gli investimenti", per la determinazione del denominatore in vari calcoli PAI al fine di rapportarlo alle rilevanti categorie di esposizione (società oggetto di investimento, emittenti sovrani e organizzazioni sovranazionali, beni immobili), in modo da focalizzare ciascun indicatore sugli investimenti rilevanti, per quanto ciò possa avere l'effetto di ridurre la facilità di comparazione tra i diversi FMP e limitare la rilevanza dei dati comunicati;

- di considerare il contributo della value/supply chain delle società oggetto di investimento nel calcolo del PAI, nel caso in cui quest'ultima riporti gli impatti sulla sua value/supply chain in linea con gli ESRS, nella valutazione di rilevanza o quando le informazioni sono prontamente disponibili, salvo con riferimento alle emissioni GHG, per le quali il dato deve essere sempre considerato;
- una modifica del trattamento dei derivati nel calcolo del PAI, sulla base di una serie di considerazioni delle autorità di vigilanza nazionali in merito alla qualificazione dei derivati come decisioni di investimento e del trattamento degli stessi nella valutazione dei fondi comuni di investimento ai sensi della UCITS e della AIFMD, i quali convertono i derivati in una posizione equivalente nell'attività sottostante per misurare la loro esposizione alle attività sottostanti e il loro contributo al profilo di rischio del fondo. La soluzione proposta potrebbe essere quella di richiedere l'inclusione di qualsiasi derivato con un'esposizione lunga netta equivalente nel numeratore dell'indicatore PAI, salvo il caso in cui non ci sia un investimento fisico nel sottostante. Ciò non influirebbe sul calcolo del denominatore, che dovrebbe sempre includere tutti i derivati poiché rientranti nella categoria "tutti gli investimenti";
- una modifica del trattamento dei derivati in generale in relazione a tre diversi calcoli: (i) la percentuale di investimenti allineati alla Tassonomia di un prodotto finanziario; (ii) la percentuale di investimenti sostenibili di un prodotto finanziario; e (iii) le informazioni sui PAI. Tali aggiustamenti sono stati ritenuti fondamentali in considerazione del rischio di *greenwashing*. Per l'allineamento alla Tassonomia e la determinazione della quota di investimenti sostenibili, il rischio di *greenwashing* deriva dal fatto che gli operatori potrebbero includere i derivati nel numeratore per sovrastimare l'allineamento dei prodotti o la quota di investimenti sostenibili. Per gli indicatori PAI, invece, il rischio di *greenwashing* deriva dal fatto che gli operatori tendono ad escludere i derivati dal numeratore per sottostimare gli indicatori PAI.

Disclosure ai sensi del principio "non arrecare un danno significativo" (Do Not Significant Harm ("DNSH"))

La definizione di "investimento sostenibile" ai sensi dell'SFDR lascia ai FMP una notevole discrezionalità nel valutare i requisiti che un investimento deve soddisfare. Ciò determina una scarsa possibilità per gli

investitori di confrontare i prodotti finanziari e le società partecipate hanno scarsa capacità di prevedere come i criteri DNSH basati sui PAI saranno applicati dai FMP. Data questa preoccupazione, le ESA stanno valutando la possibilità di introdurre requisiti di *disclosure* più specifici in materia di DNSH, al fine di aumentare la trasparenza e sostenere un certo grado di comparabilità.

Tuttavia, date le incongruenze intrinseche tra i concetti di sostenibilità usati, a seconda del fatto che gli investimenti siano allineati alla Tassonomia o meno, le ESA ritengono che sia necessaria una riforma di livello 1 della SFDR per risolverle.

Modifiche agli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas serra

La Commissione UE ha richiesto alle ESAs di proporre modifiche in merito alle informazioni sui prodotti finanziari con riferimento agli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas serra fornite nei documenti precontrattuali, sui siti web e nelle relazioni periodiche. Tali modifiche si inseriscono nel contesto degli obiettivi net-zero che molte istituzioni finanziarie hanno dichiarato di voler raggiungere per i loro prodotti entro il 2050, sulla scia della richiesta degli investitori stessi, ed hanno creato prodotti che riflettono tale obiettivo nel nome, nei benchmark o negli indici utilizzati. Tuttavia, l'informativa fornita in relazione a tali prodotti deve consentire la comparabilità degli stessi da parte degli investitori, bilanciando l'esigenza di questi ultimi di ricevere informazioni dettagliate e utili per le decisioni di investimento con quella degli investitori al dettaglio di ricevere informazioni comprensibili e condensate, evitando al contempo obblighi aggiuntivi per i prodotti che non si propongono tale finalità.

Semplificazione dei modelli

Le ESAs hanno proposto di modificare i template allegati agli RTS per i prodotti finanziari, con la consapevolezza che i modelli sono stati spesso criticati per l'eccessiva lunghezza e la complessità delle informazioni presentate.

Per questo motivo, le ESAs hanno predisposto un apposito schema riepilogativo iniziale contenente le informazioni chiave che vengono poi integrate con le informazioni precontrattuali e periodiche del Regolamento Delegato SFDR. Le ESA ritengono che tale schema riepilogativo possa essere efficace nell'attirare l'attenzione del lettore sulle informazioni più importanti, pur continuando a fornire informa-

zioni più dettagliate per gli investitori più sofisticati. Lo schema riepilogativo consente di conoscere in maniera immediata se il prodotto ha un obiettivo di investimento sostenibile o promuove caratteristiche ambientali/sociali, ma identifica anche gli "impegni minimi" in termini di investimenti utilizzati per soddisfare le esigenze del mercato.

Altri aggiustamenti

Infine, le autorità di vigilanza europee hanno colto l'occasione del riesame per affrontare una serie di questioni tecniche sollevate a seguito dell'emanazione del Regolamento Delegato SFDR.

A titolo esemplificativo, le ESAs hanno previsto che:

- quando le informazioni precontrattuali e periodiche sono consegnate per via elettronica, dovrebbe essere consentita la visualizzazione delle informazioni in maniera estesa con un click, in base alle domande che aprono ogni sezione (accompagnate da un'icona);
- quando l'allineamento alla Tassonomia degli investimenti non è disponibile dalle informazioni pubbliche delle società oggetto di investimento, i FMP dovrebbero potersi basare su "informazioni equivalenti" provenienti dalle stesse società o da fornitori terzi;
- per i prodotti che offrono un'ampia gamma di opzioni di investimento sottostanti e per i quali è necessario un numero elevato di informazioni, le informazioni SFDR possono essere fornite mediante un riferimento incrociato ad altre *disclosure* SFDR fornite ai sensi di direttive, regolamenti o leggi nazionali. L'inclusione della *disclosure* SFDR per tutte le opzioni d'investimento pertinenti porterebbe a un eccesso di informazioni.

Commento alla proposta

Per le ESAs sarà fondamentale ricevere ed analizzare quanti più feedback possibili dagli operatori del mercato entro il 4 luglio, in modo da poter calibrare il quadro normativo in modo appropriato in un'ottica di semplificazione e chiarimento.

Per quanto il documento sia volto a raffinare e precisare diversi aspetti degli RTS, si nota ancora una

scarsa attenzione alla componente "G" dei fattori ESG. Ne è stato un esempio tangibile, come riportato da Bloomberg, l'esposizione di circa 915 fondi classificati come Articolo 8 e Articolo 9 SFDR che hanno investito in SVB, molto attiva nei finanziamenti a società di energia rinnovabile, una delle preferite dai gestori ESG per la ricerca di basse emissioni di carbonio, ma con evidenti carenze da un punto di vista di governance (data l'assenza in SVB di un *chief risk officer* per circa un anno) che sono state oggetto di attenzione solo nel momento in cui la crisi della banca era divenuta ormai nota. Compiere una adeguata due diligence in materia di fattori ESG sulle società oggetto di investimento è un punto di partenza essenziale per poter assicurare una *disclosure* affidabile agli investitori ed evitare il rischio di *greenwashing*, anch'esso al centro dell'attenzione delle autorità di vigilanza.

La modifica del Regolamento Delegato SFDR si pone quindi nel contesto di un processo di revisione della SFDR più ampio che richiede ancora oggi la definizione di molteplici aspetti. All'inizio dell'anno si è conclusa la *Call for evidence* delle ESA volta a raccogliere l'input degli operatori di mercato al fine di comprendere meglio il *greenwashing* e i suoi principali driver e risvolti al livello di entità, di prodotto e di servizio e nella *value chain* di investimento, nei vari settori oggetto di vigilanza. Il *greenwashing* può tradursi in una errata *disclosure*, nel mancato rispetto dei principi generali (ad esempio l'obbligo di fornire informazioni corrette, chiare e non fuorvianti, o coinvolgere entità che sono attualmente al di fuori del campo di applicazione della disciplina (ad es. fornitori di rating ESG). In questa scia di intervento (i) si è conclusa lo scorso febbraio la consultazione avente per oggetto le linee guida in merito all'uso dei termini ESG o sostenibilità nella denominazione dei fondi (che prevedono l'introduzione di soglie quantitative al fine di classificare un investimento sostenibile), volta proprio a dettare dei criteri oggettivi che possano avere l'effetto di limitare la discrezionalità degli operatori del mercato e introdurre delle forme di misurazione della effettiva sostenibilità ed (ii) è stata pubblicata lo scorso 13 marzo la dichiarazione congiunta delle ESAs e della Banca Centrale Europea in merito alla *disclosure* di informazioni relative ad aspetti climatici per i sottostanti dei prodotti strutturati.

Le pressioni delle autorità di regolamentazione preoccupate per i fenomeni di *greenwashing* stanno già spingendo i fornitori di indici ad inasprire i criteri per la qualificazione come fondo conforme agli ESG. Secondo quanto riportato dal Financial Times, centinaia di fondi stanno per essere privati dei loro rating ambientali, sociali e di governance e altre migliaia saranno declassati in una riorganizzazione

promossa dal fornitore di indici MSCI. L'impatto potrebbe essere particolarmente grave in Europa, dove un numero crescente di istituzioni investirà solo in fondi ritenuti conformi ai principi di investimento ESG. Nel 2022, secondo Morningstar, gli ETF ESG hanno rappresentato il 65% degli afflussi negli ETF europei ma il numero di ETF europei con un rating ESG tripla A di MSCI è destinato a scendere da 1.120 a soli 54, mentre il numero di ETF con nessun rating salirà da 24 a 462.

Questi trend del mercato si inseriscono in un quadro giuridico frammentato che rende complessa l'identificazione e il controllo degli obblighi applicabili ai FMP e agli operatori del mercato coinvolti, con riferimento ai diversi prodotti e servizi offerti. Sarebbe quindi auspicabile la riunione a livello primario o quantomeno in un gruppo omogeneo di norme degli obblighi applicabili e una definizione dell'interoperabilità tra le diverse discipline (ad esempio tra SFDR, MiFID/IDD), al fine di evitare il rischio di rendere confuso il quadro regolamentare e di generare ulteriori costi per i soggetti coinvolti al fine di adeguarsi a norme in continuo divenire, oggetto di modifica ancor prima della loro applicazione.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

