

APPROFONDIMENTI

Revisione SFDR: la posizione del Parlamento e del Consiglio Europeo

Due approcci diversi per un trilogico difficile

Settembre 2026

Francesco M. Stocco, Partner, Alma



Francesco M. Stocco, Partner, Alma

> Francesco M. Stocco

Francesco Stocco è Partner di Alma società tra Avvocati e Head della practice di Finance di Milano. Si occupa in prevalenza di finanza strutturata (emissione di titoli di debito quotati, cartolarizzazioni e costituzione di fondi di investimento) e crisi di impresa, con particolare focus sul tema della sostenibilità di impresa nell'ottica del raggiungimento degli obiettivi della SDG Agenda 2030. Francesco Stocco ha preso parte, negli ultimi anni, alle prime operazioni di emissioni di covered bonds e offerte pubbliche di acquisto di banche, nonché a plurime operazioni di finanziamento (acquisition finance, object finance e project finance) e cartolarizzazioni.

Società tra Avvocati

Alma

Alma

1. Le ragioni della revisione della SFDR

La revisione dell'SFDR nasce dalla valutazione prescritta dall'art. 19 del regolamento, i cui esiti sono riassunti nella relazione illustrativa della proposta e nei primi considerando. La Commissione riconosce che il regolamento, applicabile dal 10 marzo 2021, ha migliorato la trasparenza sulla considerazione dei rischi e dei fattori di sostenibilità e ha fornito ai partecipanti ai mercati finanziari un insieme comune di principi, favorendo la concorrenza e una prima comparabilità tra prodotti. Il bilancio, tuttavia, è segnato da tre ordini di criticità, già – per vero – segnalati dall'autore in alcuni contributi in questa rivista.

La prima, secondo la Commissione, è di natura funzionale. Le informative previste dagli artt. 8 e 9, concepite come obblighi di trasparenza, sono state utilizzate dal mercato come etichette di prodotto, in assenza di criteri idonei a tale scopo: la relazione illustrativa parla espressamente di *"misuse of Articles 8 and 9 as quasi-labels"* e ricorda che la maggioranza dei rispondenti alla consultazione pubblica ha convenuto che l'SFDR non era usato soltanto come quadro di trasparenza, *"but also as a labelling and marketing tool"*. La definizione di investimento sostenibile di cui all'art. 2, punto 17, ha generato *"a considerable number of practical implementation challenges"*, divergenze applicative e sovrapposizioni con concetti analoghi ma non coincidenti contenuti nel Regolamento Tassonomia, oltre a vincoli indebiti per gli investimenti orientati alla transizione secondo la politica delineata nella Raccomandazione (UE) 2023/1425.¹

La seconda criticità è di ordine economico. La relazione illustrativa stima i costi ricorrenti annui dell'informativa SFDR per le piccole e medie imprese in circa 163 milioni di euro, di cui 43 milioni riferibili alle informative a livello di entità e 120 milioni a quelle a livello di prodotto; le informative a livello di entità rappresentano circa il 25% del totale, e la loro soppressione consentirebbe un risparmio ricorrente stimato in 56 milioni di euro annui.² La collocazione della revisione tra le iniziative di semplificazione della Commissione è esplicita: il considerando 5 richiama la lettera di missione del Commissario per i servizi

¹ Considerando 8 della proposta; Regolamento (UE) 2020/852, EUR-Lex; Raccomandazione (UE) 2023/1425 della Commissione, del 27 giugno 2023, relativa all'agevolazione del finanziamento della transizione verso un'economia sostenibile, GU L 174 del 7.7.2023.

² COM(2025) 841 final, cit., relazione illustrativa, § 3 (valutazione d'impatto), che colloca la proposta nell'obiettivo di riduzione del 35% degli oneri amministrativi per le PMI.

finanziari e il programma di lavoro 2025, e colloca l'SFDR nel più ampio quadro della finanza sostenibile in corso di revisione, inclusa la direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità.³

La terza criticità riguarda la vigilanza e l'integrità del mercato interno. Le interpretazioni divergenti delle autorità nazionali competenti e la necessità di adattare le prassi di vigilanza agli orientamenti dell'ESMA sulla denominazione dei fondi hanno generato, secondo la Commissione, *“undue costs and burdens for the financial sector of the Union compared to international competitors”*, carenze nella tutela degli investitori e rischi di greenwashing, nonché requisiti nazionali differenziati *“at odds with the integrity of the single market”*.⁴

Su queste basi la Commissione ha esaminato più opzioni, tra cui, , quella dell'abrogazione integrale dell'SFDR, e ha infine combinato tre opzioni preferite: la soppressione delle informative a livello di entità sui principali effetti negativi; la riduzione delle informative a livello di prodotto mediante modelli più brevi e indicatori meno numerosi; l'istituzione di tre categorie di prodotto (*“sostenibile”*, *“transizione”* ed *“ESG basics”*). Quest'ultima scelta si fonda sul parere della Piattaforma sulla finanza sostenibile del dicembre 2024 e sul parere congiunto delle ESAs del giugno 2024, che avevano entrambi suggerito un sistema di categorie fondato su criteri oggettivi.⁵

³ Considerando 5 e 10 della proposta; il mandato del Consiglio aggiorna il riferimento alla Direttiva (UE) 2026/470 del 24 febbraio 2026 che modifica le direttive 2013/34/UE, (UE) 2022/2464 e (UE) 2024/1760. Il considerando 2 del mandato colloca inoltre la revisione nel contesto della Savings and Investments Union (COM(2025) 124 final) e del Clean Industrial Deal (COM(2025) 85 final).

⁴ Considerando 4 della proposta e del mandato del Consiglio; ESMA, *Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms*, ESMA34-1592494965-657, 21 agosto 2024, esma.europa.eu.

⁵ Piattaforma sulla finanza sostenibile, *Categorisation of Products under the SFDR: Proposal of the Platform on Sustainable Finance*, 17 dicembre 2024, finance.ec.europa.eu; ESAs, *Joint ESAs Opinion on the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)*, JC 2024 06, 18 giugno 2024, esma.europa.eu.

2. Il punto di partenza: la proposta della Commissione

La proposta è stata già oggetto di analisi in dottrina, cui si rinvia per un esame sistematico.⁶ In questa sede è sufficiente richiamarne l'architettura, perché è su di essa che si innestano le modifiche dei co-legislatori.

Il nuovo art. 1 ridefinisce l'oggetto del regolamento intorno a due poli: la trasparenza sull'integrazione dei rischi di sostenibilità e la categorizzazione dei prodotti finanziari come *“prodotti finanziari connessi alla sostenibilità”*. Ne conseguono la fuoriuscita dall'ambito di applicazione dei consulenti finanziari, il cui ruolo è ricondotto a quello di distributori chiamati ad abbinare i prodotti alle preferenze di sostenibilità dei clienti secondo le regole MiFID II e IDD, e la soppressione della definizione di investimento sostenibile, i cui concetti costitutivi (contributo a un obiettivo, assenza di danno significativo, buona governance) sono trasfusi *“in forma semplificata”* nei criteri delle categorie.⁷ Le informative a livello di entità sui principali effetti negativi e sulle politiche di remunerazione (artt. 4 e 5) sono soppresse, in quanto duplicative rispetto alla rendicontazione di sostenibilità prevista dalla Direttiva (UE) 2022/2464 per i soggetti che vi rientrano; resta l'obbligo di pubblicare le politiche di integrazione dei rischi di sostenibilità (art. 3).

Il nuovo art. 6a disciplina i prodotti non classificati: essi possono menzionare in via accessoria la considerazione dei fattori di sostenibilità, purché l'informazione non costituisca un elemento centrale della documentazione precontrattuale, non compaia nel KIID o nel KID e non configuri un'asserzione riservata alle categorie; la proposta quantifica il carattere non centrale in meno del 10% del volume dedicato alla strategia di investimento.⁸

Il cuore della riforma è nei nuovi artt. 7, 8 e 9, che introducono rispettivamente le categorie *“transizio-*

⁶ Tra i primi commenti: in italiano, Francesco Stocco, sulla struttura delle nuove categorie, *Revisione SFDR: le nuove categorie di prodotti finanziari sostenibili*, in *Diritto Bancario*, 2025; Norton Rose Fulbright, *Commission proposes SFDR changes to simplify disclosures and set product categories*, novembre 2025; Sidley Austin, *SFDR 2.0: Five Key Takeaways*, novembre 2025; Hogan Lovells, *EU SFDR 2.0: what changes are on the horizon*, 2025;.

⁷ Considerando 7 e 8 e art. 1, punto 2, della proposta; art. 2, punti 25-28, del Regolamento (UE) 2019/2088 come modificato dalla proposta.

⁸ Art. 6a, par. 1, del Regolamento (UE) 2019/2088 come modificato dalla proposta; considerando 11.

ne”, “ESG basics” e “sostenibile”, ciascuna costruita su quattro elementi comuni: una soglia minima del 70% degli investimenti conformi all’asserzione di sostenibilità, con libertà di allocazione del residuo purché non contraddittorio; un elenco di approcci di investimento ammessi, non chiuso ma qualificato dall’onere di giustificazione per gli approcci residuali; un insieme di esclusioni comuni ancorate all’art. 12, par. 1, del Regolamento delegato (UE) 2020/1818 sugli indici di riferimento climatici (armi controverse, tabacco, violazioni dei principi UNGC e delle linee guida OCSE, carbone), graduate per categoria con l’aggiunta, per la categoria sostenibile, delle esclusioni relative a petrolio, gas ed elettricità ad alta intensità carbonica; l’obbligo, per le categorie transizione e sostenibile, di identificare e rendere noti i principali effetti negativi e le azioni intraprese per farvi fronte.⁹ Due presunzioni di conformità (safe harbour) completano il disegno: i prodotti che replicano o sono gestiti con riferimento a un indice UE di transizione climatica o allineato a Parigi si presumono conformi ai criteri delle categorie transizione e sostenibile; i prodotti con almeno il 15% di investimenti allineati alla Tassonomia si presumono conformi al criterio di contribuzione.¹⁰

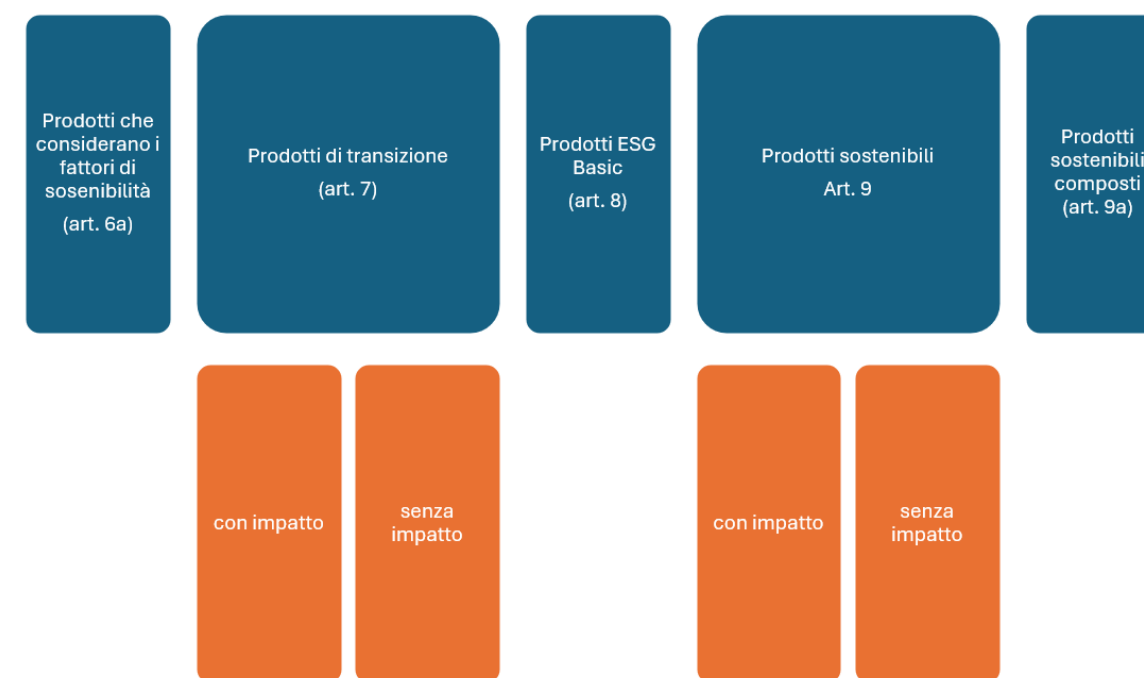
Completano il quadro: l’art. 9a sui prodotti che investono in prodotti classificati (fondi di fondi, prodotti multi-opzione, prodotti pensionistici), con la regola per cui la categoria del prodotto contenitore è determinata dalla composizione degli investimenti sottostanti; la definizione di “prodotto finanziario connesso alla sostenibilità con impatto” e la riserva del termine “impact” (art. 13, par. 4); l’art. 12a su dati e stime, che impone accordi formalizzati con i fornitori esterni e metodologie documentate per le stime interne, oltre ad altri temi non meno importanti citati per brevità in nota.¹¹

⁹ Artt. 7, 8 e 9 del Regolamento (UE) 2019/2088 come modificati dalla proposta; considerando 14-18; Regolamento delegato (UE) 2020/1818, EUR-Lex. La soglia del 70% è motivata, nel considerando 14, come innalzamento rispetto al 50% di investimenti sostenibili richiesto dagli orientamenti ESMA e come elemento di continuità con la regola dell’80% ivi prevista, tenuto conto della maggiore severità delle nuove condizioni.

¹⁰ Art. 7, par. 1, commi 3 e 4, e art. 9, par. 1, commi 3 e 4, della proposta; considerando 19, che richiama il parere della Piattaforma secondo cui la soglia del 15% sarebbe raggiungibile da circa la metà dei fondi attualmente classificati ex art. 9.

¹¹ Il nuovo art. 13 che riserva le asserzioni di sostenibilità nelle denominazioni e nel marketing ai soli prodotti classificati; l’art. 14, par. 3, che vieta agli Stati membri requisiti aggiuntivi; le esenzioni facoltative dell’art. 17 per i prodotti chiusi già collocati; la modifica dell’art. 8 del Regolamento PRIIPs con la sezione “Quanto è sostenibile questo prodotto?”; l’abrogazione del Regolamento delegato (UE) 2022/1288 e la sua sostituzione con atti delegati della

Di sintesi il quadro dei prodotti considerati dalla proposta riforma.



3. Le diverse posizioni assunte, criticità e punti di miglioramento. La posizione del Consiglio Europeo

Partendo dalle considerazioni svolte dal Consiglio, questo conserva integralmente l’impianto della proposta: le tre categorie, la soglia del 70%, le esclusioni comuni, la soppressione dell’informativa a livello di entità e il ricorso agli atti delegati non sono messi in discussione. Le modifiche, numerose ma mirate, rispondono a una logica che il comunicato stampa del 24 giugno 2026 sintetizza nell’obiettivo di regole che consentano agli operatori di “comunicare i propri sforzi di sostenibilità con maggiore chiarezza” e agli investitori di “comprendere i prodotti con maggiore facilità”, e che l’analisi dei considerando rivela

Commissione (artt. 19b e 19c); l’applicazione a 18 mesi dall’entrata in vigore, con 12 mesi ulteriori per IBIP, prodotti pensionistici e PEPP.

orientata alla proporzionalità, alla praticabilità per le diverse classi di attivi e alla coerenza con la normativa settoriale.

3.1 Ambito di applicazione e definizioni

Il Consiglio conferma l'esclusione dei consulenti finanziari e la estende espressamente, nel considerando 7, al servizio di gestione di portafogli su base individuale, che per sua natura non è *"designed and marketed the same way as products identified for certain target markets"*. Aggiunge inoltre l'impegno a riesaminare l'ambito dei prodotti finanziari sessanta mesi dopo la data di applicazione, *"notably to analyse the potential inclusion of structured products"*, rinviando a quella sede la valutazione dei costi e dei benefici dell'estensione delle categorie a tali strumenti (nuovo art. 19, lett. c-bis).

Sul piano delle definizioni, il mandato introduce all'art. 2 i punti 28a e 28b, che definiscono gli *"attivi privati"* (strumenti di capitale e quasi-capitale ai sensi dell'art. 2, par. 4 e 5, del Regolamento (UE) 2015/760 non ammessi a negoziazione al momento dell'investimento iniziale, nonché i prestiti concessi da un prodotto finanziario) e gli *"attivi reali"* (per rinvio all'art. 2, punto 6, del medesimo regolamento ELTIF).

La definizione di *"organismi del settore pubblico"* è semplificata mediante il rinvio alle sole organizzazioni internazionali di cui all'art. 118 CRR, con soppressione del riferimento alle banche multilaterali di sviluppo ex art. 117, in ciò convergendo con l'emendamento 8 del progetto di relazione ECON.

Le nuove definizioni di attivi privati e reali sono utilizzate negli artt. 7, par. 2, lett. h), 8, par. 2, lett. e), e 9, par. 2, lett. g), secondo cui per tali attivi il contributo alla transizione, l'integrazione dei fattori di sostenibilità o il contributo all'obiettivo ambientale o sociale *"may be demonstrated by documented, asset-class-appropriate evidence and methodologies"*. La ratio, esplicitata nel considerando 14, è che i tipi di attivi utilizzabili per raggiungere la soglia debbano essere conformi alla legislazione settoriale applicabile e possano comprendere *"private and real assets including infrastructure, real estate and unlisted securities"*.

Tale impostazione è coerente con il tipo di universo investito che, per sua natura, può sfuggire ad una misurazione dell'impatto secondo indici o criteri tassonomici, ma – come si osserverà appresso – non pone particolare chiarezza nella differenza tra gli altri approcci che normalmente possono essere se-

guiti nella formazione degli indici per altri tipi di asset.

Inoltre, come si vedrà appresso, la scelta corretta di specificare tali categorie di asset mal si concilia con la proposta di rendere su base volontaria l'applicazione del regolamento ai fondi alternativi dedicati ad investitori istituzionali.

3.2 Prodotti non classificati e regola del 10%

Sul nuovo art. 6a il Consiglio interviene in due direzioni. Da un lato, precisa che l'informazione accessoria non costituisce elemento centrale quando è *"secondary to the presentation of the product characteristics both in terms of breadth and positioning in the document, neutral, and limited to less than 10% of the volume occupied by the presentation of the financial product's investment strategy"*, introducendo così, accanto al criterio quantitativo, criteri qualitativi di posizionamento e neutralità che il considerando 11 affida alla valutazione caso per caso di partecipanti e autorità competenti. Dall'altro, rende obbligatoria una dichiarazione standardizzata: *"This financial product does not meet the minimum criteria to qualify as a sustainability-related financial product under European Union law"*. Il considerando chiarisce che tali informazioni *"should not give the impression that such products contribute to the transition or to sustainability, which are claims that are exclusively reserved to financial products complying with the criteria of the transition and sustainable categories"*. Come si vedrà, il relatore ECON, del Parlamento, persegue lo stesso obiettivo con una formulazione più incisiva.

3.3 La soglia del 70% e il periodo di phase-in

Il Consiglio non modifica la soglia, ma ne disciplina il raggiungimento nel tempo. La proposta si limitava a prevedere che il periodo necessario alla piena attuazione della strategia fosse comunicato nei documenti precontrattuali; il mandato stabilisce che la percentuale sia raggiunta in un termine di 3 anni salva l'applicazione di termini previsti dalla legge di settore¹². La clausola di salvaguardia per la legislazione settoriale è di particolare rilievo per i fondi chiusi di private equity, infrastrutture e immobiliare, i

¹² *"Should be reached at the latest at the expiry of the phase-in period and should not exceed three years, without prejudice to any shorter or longer specific phase-in periods provided under the Union sectoral legislation applicable to that financial product"*

cui periodi di investimento eccedono frequentemente il triennio.

L'applicazione concreta della disposizione dipenderà dall'interpretazione del rapporto tra periodo di investimento contrattuale e periodo di phase-in regolamentare e della definizione di un termine massimo per la chiusura del periodo di investimento del fondo e di eventuali proroghe.

3.4 Categoria transizione: imprese fossili e titoli del settore pubblico

Le modifiche più discusse del mandato riguardano l'art. 7. La proposta della Commissione escludeva dalla categoria transizione le imprese che sviluppano nuovi progetti di esplorazione, estrazione, distribuzione o raffinazione di carbone, lignite, petrolio o gas, e quelle che sviluppano nuovi progetti o non hanno un piano di uscita dal carbone per la produzione di energia.

Il Consiglio riformula la lettera c) in termini di esclusione generale delle imprese che traggono ricavi dall'esplorazione, estrazione, estrazione mineraria o raffinazione di tali combustibili, ad eccezione delle imprese che soddisfano due condizioni cumulative:

- a) destinare almeno il 20% delle spese in conto capitale totali ad attività allineate alla Tassonomia secondo la sezione 1.1.2.2 dell'allegato I del Regolamento delegato (UE) 2021/2178, e
- b) disporre di una strategia di riduzione delle emissioni di GHG ai sensi dello Scope 1 e Scope 2 in linea con l'Accordo di Parigi "a time-bound and measurable strategy to reduce their Scope 1 and Scope 2 greenhouse gas emissions, compatible with the limiting of global warming in line with the Paris Agreement". A presidio della trasparenza, il Consiglio impone ai prodotti che detengono tali investimenti un indicatore aggiuntivo obbligatorio sulla quota di investimenti in imprese attive nel settore dei combustibili fossili, e precisa che l'ambizione degli investimenti nell'Unione va valutata rispetto al Regolamento (UE) 2021/1119, quella degli investimenti in paesi terzi rispetto all'Accordo di Parigi. Il nuovo art. 19, lett. c-ter), affida infine alla Commissione il riesame dell'innalzamento della soglia del 20% e dell'opportunità di un incremento periodico obbligatorio.

Su tale aspetto sia consentito osservare come un ulteriore ritardo nell'uscita dal comparto delle energie rinnovabili non sia coerente con le ultime acquisizioni scientifiche sui danni da cambiamento climatico

e che, onestamente, l'idea di prodotti di "transizione" a bassa ambizione, mal si concilia con la stessa definizione di sostenibilità e finanza sostenibile, per la sua incapacità di realizzare un cambiamento.

La seconda novità concerne il debito pubblico. La proposta escludeva dal numeratore (la soglia del 70%) della soglia le emissioni general-purpose di sovrani, sub-sovrani e supranazionali, ammettendo soltanto gli strumenti use-of-proceeds (European Green Bond o strumenti i cui proventi non finanziano attività escluse).

Il Consiglio muta radicalmente approccio ammettendo che anche il debito pubblico generalista possa entrare a far parte del numeratore "qualificante" a condizione che il partecipante dimostri, "based on formalised and documented methodologies" l'allineamento dell'investimento all'obiettivo di transizione del prodotto e che tali investimenti non superino 15 punti percentuali del portafoglio.¹³

La possibilità di includere il debito sovrano viene limitata agli emittenti dell'Unione ed è motivata con "the existence of an established framework of climate and sustainability commitments at Union level, which provides a meaningful basis for assessing the compatibility of those issuances with transition objectives". Per la categoria sostenibile, invece, la riserva ai soli strumenti use-of-proceeds è mantenuta e anzi rafforzata nella motivazione, per assicurare che gli organismi pubblici "retain a strong incentive to issue such instruments". Per la categoria ESG basics il Consiglio codifica nell'art. 8, par. 1, comma 2, la possibilità di computare le emissioni general-purpose sulla base di metodologie formalizzate e documentate, coerenti con le asserzioni del prodotto, richiedendo la disclosure delle ipotesi chiave della metodologia (art. 8, par. 3, lett. d-bis).

Non si può non leggere in questa modifica del Consiglio la volontà di finanziare parte del debito pubblico europeo con strumenti di finanza sostenibile e, considerata anche l'inclusione del comparto di

¹³ La base della valutazione deve essere riflessa nelle informative sul sito web, nel considerare 22 interamente riscritto, osserva che tali emissioni "represent a significant share of the investment universe of many financial market participants", in particolare dei prodotti assicurativi e pensionistici soggetti a quadri prudenziali che richiedono o impongono allocazioni rilevanti in titoli di Stato, e che "the structural weight of sovereign debt in their portfolios may prevent them from meeting the contribution threshold under the transition category irrespective of the potential transition-related objectives pursued".

difesa¹⁴, di finanziare per questa via i piani di riarmo.

Anche in questo caso, la proposta del Consiglio indebolisce la tenuta del mercato con rischi di *greenwashing* particolarmente significativi.

3.5 Indicatori dei principali effetti negativi

La proposta della Commissione consentiva ai partecipanti di adempiere all'obbligo di identificare e rendere noti i principali effetti negativi (artt. 7 e 9, par. 1, lett. d) *"in tutto o in parte" mediante opportuni indicatori, e demandava all'atto delegato un elenco di indicatori a uso volontario*".

Il Consiglio irrigidisce il meccanismo: i partecipanti devono adempiere agli obblighi di segnalazione degli effetti negativi mediante indicatori e devono utilizzare almeno 3 indicatori tratti dall'elenco che la Commissione adotterà ai sensi dell'art. 19b, scelti tra quelli più rilevanti per l'obiettivo del prodotto, con facoltà di ricorrere a indicatori alternativi soltanto ove dimostrino che nessuno di quelli elencati è pertinente.

L'atto delegato dovrà contenere, per gli artt. 7 e 9, due elenchi distinti: il primo, a uso volontario, per misurare il contributo all'obiettivo; il secondo, per l'identificazione dei principali effetti negativi, comprensivo dell'indicatore sulla quota di investimenti nel settore fossile (art. 19b, lett. a e c). Per la categoria ESG basics il Consiglio non introduce alcun obbligo di disclosure dei principali effetti negativi, mantenendo la scelta della Commissione.

3.6 Categoria ESG basics

Oltre alla questione dei sovrani, il mandato interviene sull'art. 8, par. 2, in due punti. La lettera b) richiede che l'outperformance rispetto all'universo di investimento o al benchmark sia misurata sulla base di almeno due indicatori di sostenibilità, in luogo di un singolo indicatore. La lettera e), relativa agli approcci residuali, è riformulata per richiedere che i criteri utilizzati assicurino l'integrazione dei fattori di sostenibilità che accordano preferenza, tra gli altri, a imprese o attività economiche che dimostrino un

¹⁴ Già oggetto di critica da parte dell'Autore e di A. Corno, in *Fondi ESG e Investimenti nel Comparto Difesa*, in *Dirittobancario.it*, 2026.

comprovato track record, con giustificazione nelle informative e con la già ricordata apertura agli attivi privati e reali. Il Consiglio non accoglie invece il meccanismo di esclusione dei titoli peggiori proposto dal relatore ECON.

3.7 Prodotti compositi e affidamento sulle informazioni di terzi

L'art. 9a è profondamente rimaneggiato nella forma, a parità di sostanza. Il Consiglio esplicita che gli *"altri investimenti"* idonei a concorrere alla soglia possono includere le opzioni di investimento offerte nell'ambito di un PRIIP ai sensi dell'art. 10 del Regolamento delegato (UE) 2017/653, e che, per i prodotti multi-opzione, ciò comprende *"opzioni di investimento relative a fondi interni, segregati o di conto generale gestiti da imprese di assicurazione che non costituiscono prodotti finanziari ai sensi del presente Regolamento, ma che potrebbero investire conformemente ai criteri di classificazione"*.

La regola di attribuzione della categoria è riscritta in tre lettere: è sostenibile il prodotto che raggiunge la soglia investendo solo in prodotti o investimenti ex art. 9; è di transizione quello che combina investimenti ex art. 7 con investimenti ex art. 9; è ESG basics quello che combina investimenti delle tre categorie; in ogni caso le esclusioni della categoria rivendicata si applicano all'intero portafoglio.

Per i prodotti non classificati con struttura di fondo di fondi o multi-opzione, il Consiglio l'obbligo di elencare le opzioni disponibili con l'indicazione della rispettiva categoria e ammette, ove l'informazione non possa essere resa in modo conciso entro il limite del 10%, il rinvio mediante link alla documentazione.

3.8 Dati, stime e fornitori di dati

Il Consiglio muta la collocazione dell'informativa sull'uso di dati e stime: mentre la proposta ne prevedeva la fornitura ai clienti *"su richiesta"*, il mandato ne impone la disclosure nelle informative pre-contrattuali e periodiche e sul sito web (nuova lett. b-bis dell'art. 10), con la descrizione di come dati e stime sono utilizzati e reperiti, il nome e i recapiti dei fornitori e, ove disponibile, una sintesi della loro metodologia. Sul piano delle politiche, il considerando 24 invita la Commissione, in occasione del riesame del Regolamento (UE) 2024/3005 sui rating ESG, a valutare l'estensione del suo ambito ai fornitori di prodotti di dati ESG, con standard minimi su trasparenza delle fonti, controllo di qualità e copertura,

metodologie e pratiche commerciali leali. Su quest'ultimo punto vi è piena convergenza con l'emendamento 4 del progetto di relazione ECON, che richiama l'art. 52 del medesimo regolamento.

3.9 Esenzioni e disposizioni transitorie

Tre interventi del Consiglio attengono al perimetro applicativo temporale e soggettivo.

Il primo riformula l'esenzione dell'art. 17, par. 1, riferendola ai prodotti *"closed to new investors and would no longer be offered to investors after [the date of application]"*, in luogo dei prodotti di tipo chiuso creati e distribuiti prima di tale data.

Il secondo introduce il par. 1a: i partecipanti *"may choose not to apply Articles 6a, 7, 8, 9 and 13(3)"* ai FIA di cui all'art. 2, punto 12, lett. b), *"made available exclusively to professional clients referred to in Section I of Annex II of Directive 2014/65/EU"*.

Il considerando 26 motiva l'opzione con la minore probabilità che si manifestino asimmetrie informative e la subordina all'obbligo di assicurare che gli accordi di distribuzione siano rivolti ai soli clienti professionali di diritto.

L'esenzione, che non si estende agli OICVM né ai clienti professionali su richiesta e lascia comunque applicabili gli obblighi in materia di rischi di sostenibilità e le regole generali sulle comunicazioni di marketing, è considerata dalla dottrina come uno dei punti più esposti nel negoziato con il Parlamento e francamente quello che pone maggiori perplessità.

Difatti, l'applicazione a tutti i fondi alternativi, cancellerebbe tutta la storia del *private equity* e del *venture capital* in materia di sostenibilità, peraltro nelle *asset class* che maggiormente sono idonee a dimostrare una capacità di cambiamento degli attivi investiti.

Ulteriormente, verrebbe vanificato tutto il lavoro di linee guida del mercato operato da investitori istituzionali, quali il Fondo Europeo degli Investimenti, che in materia hanno delineato delle *best practices* per tutto il mercato della sostenibilità e dell'*impact investing* in particolare.

Non se ne comprende, pertanto, davvero l'utilità di una tale deroga, neppure citando il rischio di minore

asimmetrie informative, posto che le strategie di investimento di fondi alternativi sostenibili prevedono un assetto di *governance* ESG particolarmente rigoroso (regole sul carried interest qualificato ESG, presenza di comitati, analisi di performance del portafoglio) che rispondono ad esigenze di tutela e *disclosure* diverse da quelle dei fondi UCITS e destinati al pubblico *retails* per i quali un dato di sintesi è maggiormente coerente.

4. Il progetto di relazione della commissione ECON

Il relatore Gerbrandy, autore per la Commissione ECON del Parlamento Europeo sulla proposta di modifica, apre la motivazione del progetto di relazione dichiarando che una trasparenza affidabile sulla sostenibilità dei prodotti finanziari *"è una conditio sine qua non per creare un quadro finanziario in cui gli investitori possano scegliere di investire in prodotti finanziari con ambizioni ambientali, sociali e di governance"*, accoglie con favore la proposta della Commissione e le tre categorie con le rispettive esclusioni, e ritiene che la proposta *"possa essere migliorata per quanto riguarda la trasparenza, l'efficacia e l'alleggerimento degli oneri"*.¹⁵ I cinquantuno emendamenti del progetto si distribuiscono lungo questi tre assi. Nella seduta del 10 settembre 2026, la Commissione ECON ha modificato il testo originariamente licenziato, portando le posizioni del parlamento più vicine a quelle del Consiglio (testo non ancora edito), rendendo utile un raffronto con la proposta originaria per cogliere la linea di tendenza di sviluppo del trilogio¹⁶.

4.1 Trasparenza: l'avvertenza per i prodotti non classificati e i PRIIP

Il primo gruppo di emendamenti riguarda la linea di demarcazione tra prodotti classificati e non classificati. L'emendamento 13 introduce nell'art. 6a un par. 1-bis che impone ai partecipanti che forniscano informazioni accessorie sulla sostenibilità di includere *"una dichiarazione ben visibile"* nella documentazione precontrattuale e periodica *"atta a confermare che il prodotto finanziario in questione non soddisfa le norme dell'UE relative alla definizione dei prodotti finanziari sostenibili e alla tutela dall'eco-*

¹⁵ Progetto di relazione ECON, cit., Motivazione, p. 35.

¹⁶ La votazione in ECON, inizialmente prevista per il 15 luglio, è stata rinviata al 10 settembre 2026, con plenaria attesa nella settimana del 14 settembre e apertura del trilogio tra la fine di settembre e l'inizio di ottobre; l'obiettivo dichiarato dalle istituzioni è un accordo politico entro la fine del 2026

logismo di facciata"; l'emendamento 2 introduce la corrispondente motivazione nel considerando 11 e l'emendamento 49 estende la dichiarazione al KID dei PRIIP non classificati. La motivazione spiega che *"un'avvertenza che tale prodotto finanziario non soddisfa le norme dell'UE per la definizione di prodotti finanziari sostenibili e la protezione dall'ecologismo di facciata dovrebbe indicare chiaramente agli investitori al dettaglio che non stanno acquistando prodotti conformi all'SFDR"*.

L'obiettivo coincide con quello del Consiglio, ma la formulazione è più marcata: dove il Consiglio si limita a constatare il mancato raggiungimento dei criteri minimi, il relatore evoca la finalità di tutela contro il greenwashing. La dottrina ha rilevato che il relatore stesso si sarebbe mostrato disponibile a una formulazione più neutra e fattuale.

Sempre in chiave di trasparenza, l'emendamento 12 vieta ai prodotti non classificati di fare riferimento a sistemi volontari di marchi di sostenibilità con caratteristiche che non eccedono quelle degli artt. 7, 8 e 9, per evitare che label nazionali o privati meno ambiziosi surrogino le categorie europee.

Anche questo intervento non pare molto meditato, soprattutto alla luce della considerazione che le società di *labels* potranno svolgere un ruolo importante di adeguamento e sintesi tra gli obblighi normativi e la percezione del mercato, oltre ad una verifica di conformità tra quanto dichiarato e quanto investito.

4.2 Comparabilità: gli indicatori obbligatori dei principali effetti negativi

Il secondo asse è la comparabilità. Il relatore ritiene che essa possa essere migliorata *"prevedendo l'obbligo di comunicare una serie limitata di indicatori dei principali effetti negativi"*. Ne conseguono gli emendamenti 14, 15, 22, 23, 29 e 30, che per tutte e tre le categorie sostituiscono la facoltà di usare indicatori con l'obbligo di utilizzare *"gli indicatori obbligatori dei principali effetti negativi"* stabiliti nell'atto delegato, integrati dagli *"indicatori dei principali effetti negativi rilevanti per l'investimento"* e, su base volontaria, da ulteriori indicatori.

L'emendamento 3 riscrive il considerando 14 nel senso che *"una serie di indicatori obbligatori dei principali effetti negativi dovrebbe consentire agli investitori di confrontare i prodotti finanziari all'interno di ciascuna categoria"*, mentre l'emendamento 21 estende alla categoria ESG basics l'obbligo di identificare e rendere noti i principali effetti negativi, che nella proposta e nel mandato del Consiglio grava

soltanto sulle categorie transizione e sostenibile.

Il confronto con il Consiglio è istruttivo. Entrambi i co-legislatori convergono nel superare il carattere volontario degli indicatori previsto dalla Commissione, ma con gradazioni diverse: il Consiglio impone un minimo di tre indicatori scelti dal partecipante in funzione della rilevanza, per le sole categorie transizione e sostenibile; il relatore ECON prefigura un nucleo di indicatori obbligatori identico per tutti i prodotti classificati, esteso alla categoria ESG basics e affiancato da indicatori *"rilevanti per l'investimento"*.

4.3 Efficacia: soglia tassonomica, safe harbour e categoria ESG basics

Il terzo asse riguarda l'efficacia del regime nel promuovere investimenti sostenibili. Tre emendamenti sono qui centrali.

Gli emendamenti 17 e 32 innalzano dal 15% al 20% la quota di investimenti allineati alla Tassonomia che fa presumere soddisfatto il criterio di contribuzione nelle categorie transizione e sostenibile; la motivazione afferma che si tratta di *"una condizione già soddisfatta dal 44,1% degli attuali fondi di cui all'articolo 9"*, con richiamo ai dati della Piattaforma sulla finanza sostenibile.¹⁷

Gli emendamenti 16 e 31 sopprimono il *safe harbour* per i prodotti che replicano o sono gestiti con riferimento a indici UE di transizione climatica o allineati a Parigi. La motivazione riconosce che tali presunzioni *"forniscano un solido legame con altre normative dell'UE"*, ma sostiene che *"tale legame sussiste anche qualora l'approdo sicuro sia eliminato e siano imposte le stesse condizioni di esclusione per tutti gli investimenti"*. Il Consiglio, all'opposto, conserva il *safe harbour* e ne precisa la portata riferendola ai prodotti *"whose investment strategy and allocation meets the requirements"* delle sezioni 1 e 2 o 1 e 3 del capo II del Regolamento delegato (UE) 2020/1818, così da includere anche i portafogli gestiti attivamente secondo la metodologia dei benchmark.

Per la categoria ESG basics, gli emendamenti 25 e 26 richiedono che l'outperformance rispetto alla media dell'universo di investimento o del benchmark, misurata con un rating ESG o con un indicatore

¹⁷ Progetto di relazione ECON, emendamenti 17 e 32 e Motivazione, p. 35, nota 1.

di sostenibilità, sia calcolata “dopo aver eliminato almeno il 20% degli strumenti finanziari con rating più basso” ovvero “previa esclusione di almeno il 20% dei valori più bassi per tale indicatore”.

La motivazione afferma che la categoria può essere rafforzata “esigendo che gli investimenti superino la media [...] previa esclusione di almeno il 20% dei valori più bassi per gli indicatori o rating selezionati”.¹⁸ Si tratta di uno dei punti più contestati dall'industria, e la dottrina riferisce che il compromesso in discussione in ECON lo abbandonerebbe, anche se potrebbe effettivamente portare un elemento differenziatore per questi fondi.

4.4 La strategia di engagement

Un elemento originale del progetto di relazione è l'introduzione, negli artt. 7, 8 e 9, par. 3, di una lettera e-bis) che impone di descrivere “la strategia di impegno in materia di sostenibilità perseguita dal partecipante ai mercati finanziari, comprese le modalità di attuazione di tale strategia in linea con gli obiettivi connessi alla sostenibilità del prodotto finanziario, o una spiegazione chiara e motivata del motivo per cui tale strategia non è perseguita”.¹⁹ Si tratta di un meccanismo comply-or-explain, che non impone l'engagement ma ne rende trasparente l'assenza. Nel testo della Commissione e del Consiglio l'engagement figura soltanto come uno degli approcci di investimento ammessi nella categoria transizione (art. 7, par. 2, lett. e), con requisiti di milestone, misurazione ed escalation. Eurosif ha espresso apprezzamento per l'approccio del relatore.²⁰

4.5 Titoli del settore pubblico

Sul debito pubblico il progetto di relazione non segue la strada del Consiglio. Gli emendamenti 18 e 33 aggiungono un comma agli artt. 7 e 9, par. 1, secondo cui, se gli investimenti al di fuori della soglia includono emissioni di organismi del settore pubblico diverse dagli strumenti use-of-proceeds ammessi,

“tali investimenti sono coerenti con l'obiettivo o la strategia in materia di sostenibilità dichiarati dal prodotto finanziario”; l'emendamento 24 introduce analoga regola per la categoria ESG basics, con rinvio alle esclusioni del Regolamento delegato (UE) 2020/1818.²¹ Il relatore, dunque, mantiene i titoli general-purpose fuori dal numeratore per tutte le categorie e si limita a codificare un requisito di coerenza per la quota residua, laddove il Consiglio apre un percorso di computo nel numeratore per la categoria transizione. È uno dei punti su cui la distanza tra le due istituzioni appare più netta.

5. La vigilanza italiana e il suo ruolo anticipatore

Sul piano della vigilanza, la Consob ha esercitato negli ultimi anni un ruolo attivo di indirizzo attraverso lo strumento del richiamo di attenzione. Il richiamo n. 1/24 del 25 luglio 2024 ha riguardato l'adeguamento degli intermediari agli obblighi di finanza sostenibile nella prestazione dei servizi di investimento, con particolare riguardo all'informativa a livello di entità, alla distinzione tra rischi di sostenibilità e principali effetti negativi, alla raccolta delle preferenze di sostenibilità nella valutazione di adeguatezza e alla product governance.²² Il richiamo n. 1/25 dell'11 febbraio 2025, rivolto ai gestori di OICR, ha invece affrontato l'integrazione dei fattori ESG nel processo decisionale e la trasparenza a livello di prodotto, richiedendo la specificazione delle caratteristiche promosse e degli obiettivi perseguiti, l'indicazione di indicatori specifici per ciascun obiettivo, la rappresentazione dell'approccio al principio di assenza di danno significativo e la separatezza tra le funzioni che definiscono, attuano e monitorano i criteri di sostenibilità; il documento richiama espressamente la revisione in corso dell'SFDR e del Regolamento delegato (UE) 2022/1288.²³

Molte delle indicazioni contenute nei richiami anticipano elementi del nuovo regime: la richiesta di indicatori specifici e misurabili per ciascun obiettivo corrisponde alla logica degli artt. 7-9, par. 1, lett. a), e par. 3, lett. e); il confronto ex post tra obiettivo prefissato e raggiunto corrisponde all'informativa periodica del nuovo art. 11; la richiesta di presidi organizzativi e di monitoraggio trova riscontro nei

¹⁸ Progetto di relazione ECON, emendamenti 25 e 26 e Motivazione, p. 35.

¹⁹ Progetto di relazione ECON, emendamenti 20, 28 e 35.

²⁰ Eurosif, *SFDR review draft moves in the right direction, but important gaps remain*, 5 maggio 2026, che tuttavia lamenta l'assenza di criteri adattati alle diverse classi di attivi, del principio di assenza di danno significativo nella categoria sostenibile e di informative a livello di entità.

²¹ Progetto di relazione ECON, emendamenti 18, 24 e 33.

²² Consob, *Richiamo di attenzione n. 1/24 del 25 luglio 2024*.

²³ Consob, *Richiamo di attenzione n. 1/25 dell'11 febbraio 2025*. Per un primo commento, *Finanza sostenibile: Consob su obblighi per investimenti e gestori*, in *Diritto Bancario*, 2025.

processi di due diligence e di gestione degli investimenti sottoperformanti che il Consiglio inserisce nell'art. 7, par. 2, commi 3 e 4.

In questo senso il nuovo regime tende a consolidare a livello legislativo prassi di vigilanza già promosse a livello nazionale. Al tempo stesso, il divieto di requisiti nazionali aggiuntivi di cui all'art. 14, par. 3, delimita lo spazio per futuri interventi di indirizzo: le autorità nazionali potranno continuare a esercitare la vigilanza sull'applicazione dei criteri europei, ma non potranno integrarli con criteri o informative ulteriori, e gli orientamenti di soft law dovranno collocarsi entro tale perimetro.

Sul piano della disciplina secondaria, l'allineamento delle regole di distribuzione alle nuove categorie passa attraverso la modifica degli atti delegati MiFID II e IDD sulle preferenze di sostenibilità e sulla product governance, che il considerando 34a del mandato del Consiglio vuole applicabili dalla stessa data del regolamento.

Il Regolamento Intermediari della Consob, che recepisce per rinvio il Regolamento delegato (UE) 2017/565, seguirà tale adeguamento; è ragionevole attendersi che la nozione di preferenza di sostenibilità venga riformulata con riferimento alle tre categorie e alla qualificazione "con impatto", sostituendo l'attuale tripartizione fondata sulla quota minima di investimenti allineati alla Tassonomia, di investimenti sostenibili e di considerazione dei principali effetti negativi.

6. Riflessi operativi per il mercato italiano

Sul piano operativo, tre elementi del mandato del Consiglio assumono particolare rilievo per il mercato italiano.

Il primo è l'opzione di non applicare le categorie ai FIA riservati a clienti professionali di diritto, che interessa una parte significativa dell'industria italiana dei fondi chiusi immobiliari, di private equity, di private debt e di infrastrutture, molti dei quali oggi rendicontano ai sensi dell'art. 8 o dell'art. 9; ove l'esenzione sopravviva al trilogio, i gestori dovranno valutare se avvalersene, con la conseguenza di non poter utilizzare asserzioni di sostenibilità nelle denominazioni e nel marketing, ovvero aderire volontariamente a una categoria.

Il secondo è l'opt-in di dodici mesi per i prodotti assicurativi e pensionistici, che consente alle imprese di assicurazione, ai fondi pensione e alle forme pensionistiche complementari di mantenere temporaneamente il regime del Regolamento delegato (UE) 2022/1288, con l'onere di informarne gli aderenti.

Il terzo è il percorso di ammissibilità dei titoli di Stato dell'Unione nella categoria transizione, che per i portafogli assicurativi e previdenziali italiani, strutturalmente esposti al debito sovrano domestico, potrebbe rendere praticabile l'adesione alla categoria transizione a condizione di sviluppare metodologie documentate di valutazione dell'allineamento; l'assenza di tale percorso nella categoria sostenibile conferma invece l'incentivo all'emissione di strumenti use-of-proceeds da parte del Tesoro.

7. Conclusioni

Il confronto fra i tre testi consente di formulare alcune osservazioni conclusive che vanno oltre il merito delle singole modifiche e investono la direzione complessiva della riforma.

La prima riguarda la nozione stessa di sostenibilità che emerge dai testi in discussione. Tanto nel mandato del Consiglio quanto, in misura minore, nella proposta della Commissione, la sostenibilità tende a essere impiegata come strumento di attuazione delle politiche economiche dell'Unione: il considerando 2 collega espressamente il quadro della finanza sostenibile alla Savings and Investments Union, al Clean Industrial Deal e al rafforzamento dell'industria della difesa, e le aperture del Consiglio ai titoli di Stato general-purpose e alle imprese fossili in transizione ne sono la traduzione operativa.²⁴ Ne risulta una torsione concettuale: è sostenibile ciò che è coerente con le politiche economiche europee, ivi compreso il finanziamento della difesa, a prescindere dalla dimostrazione della capacità dell'investimento di generare un impatto positivo misurabile. Si tratta di una nozione che tradisce il significato originario della sostenibilità, fondato sulla misurazione del contributo a obiettivi ambientali e sociali, e che rischia di trasformare le categorie in un veicolo di allocazione del risparmio verso priorità politiche più che in un presidio di integrità del mercato.

²⁴ Mandato del Consiglio, considerando 2, che richiama JOIN(2024) 10 final (European Defence Industrial Strategy), COM(2025) 85 final (Clean Industrial Deal) e COM(2025) 124 final (Savings and Investments Union). Sul tema dell'inclusione del comparto difesa v. la nota 14.

In questa prospettiva, e con un approccio laico che prenda atto della funzione che il legislatore europeo intende assegnare al quadro normativo, potrebbe anche ammettersi la categoria ESG Basics, intesa come insieme di prodotti che finanziano imprese in grado di dimostrare l'aderenza al framework normativo europeo in materia di sostenibilità. Tale aderenza, di per sé, può costituire una base di partenza per un'economia coerente con i principi dell'art. 3 del Trattato sull'Unione europea, che indica tra gli obiettivi dell'Unione lo sviluppo sostenibile fondato su una crescita economica equilibrata, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva e su un elevato livello di tutela e miglioramento della qualità dell'ambiente.²⁵ La categoria ESG Basics, in altri termini, può legittimamente svolgere la funzione di qualificare la conformità di un portafoglio al diritto europeo della sostenibilità, purché non sia confusa con la promessa di un impatto che essa non è in grado di garantire: un punto di partenza, quindi, non un obiettivo finale né un prodotto che possa essere confuso con altri prodotti effettivamente sostenibili.

Di contro, ciò che andrebbe potenziato nel contesto della riforma è la valorizzazione della misurazione dell'impatto generato dai prodotti finanziari. La proposta e i testi dei co-legislatori riconoscono l'impact investing come sottocategoria trasversale alle categorie transizione e sostenibile e ne riservano la denominazione, ma non traggono da tale riconoscimento le conseguenze sul piano degli incentivi: resta irrisolto il tema della remunerazione del diverso grado di sostenibilità che un prodotto può avere rispetto a un altro. Un regime che assegna la medesima soglia del 70% e la medesima architettura informativa a prodotti con ambizioni profondamente diverse non offre al mercato strumenti per apprezzare la differenza, né sul lato della domanda, attraverso preferenze di sostenibilità capaci di distinguere il contributo effettivo, né sul lato dell'offerta, attraverso meccanismi di remunerazione del gestore legati al raggiungimento degli obiettivi di impatto, quali il carried interest condizionato a indicatori ESG che la prassi dei fondi alternativi ha già sperimentato.

Una riflessione ulteriore merita la scelta di applicare le stesse categorie a prodotti di natura estremamente diversa: fondi alternativi e OICVM, fondi di debito e fondi di capitale, fondi che investono in infrastrutture e fondi di venture capital o di private equity, oltre ai prodotti maggiormente strutturati

che il Consiglio rinvia al riesame a sessanta mesi. Il mandato del Consiglio coglie il problema, ma lo risolve in modo asimmetrico: da un lato introduce le definizioni di attivi privati e reali e ammette metodologie "asset-class-appropriate", dall'altro consente di sottrarre integralmente alla categorizzazione i FIA riservati a investitori professionali, con il rischio, già segnalato al § 3.9, di cancellare l'esperienza maturata dal private equity e dal venture capital proprio nelle classi di attivo in cui la capacità di trasformazione dell'impresa investita è più direttamente dimostrabile.

Il punto di partenza dovrebbe essere piuttosto un ripensamento delle effettive esigenze di tutela. L'investitore al dettaglio che sottoscrive un OICVM ha bisogno di un'informativa sintetica, comprensibile e soprattutto verificata: un dato di sintesi sulla categoria e sugli indicatori essenziali, di cui un soggetto terzo abbia accertato la corrispondenza con la composizione effettiva del portafoglio. L'investitore istituzionale dotato di una politica di sostenibilità definita ha, invece, bisogno di un'informativa di dettaglio e di un potere di controllo sullo stato di avanzamento degli obiettivi di sostenibilità del prodotto, perché su quei dati fonda l'adempimento dei propri obblighi normativi e di vigilanza. I due modelli di tutela non sono graduazioni della stessa esigenza, ma esigenze diverse, che un'architettura fondata su modelli di due pagine identici per tutte le categorie non è in grado di soddisfare.

Sempre in questa prospettiva si deve segnalare il mancato raccordo con la disciplina delle società di rating ESG di cui al Regolamento (UE) 2024/3005. I testi in discussione si limitano a imporre la trasparenza sui rating utilizzati nel marketing e a prospettare, in sede di riesame, l'estensione del regolamento ai fornitori di dati; il relatore ECON, con l'emendamento 12, arriva a vietare ai prodotti non classificati il riferimento a marchi volontari non più ambiziosi delle categorie.²⁶ Le società di rating ESG e le organizzazioni che gestiscono label di fondi potrebbero invece svolgere, in questo ambito, un'opera di verifica della conformità dell'universo investito alla politica di sostenibilità promossa presso il pubblico, colmando proprio quel deficit di verifica che l'informativa retail sconta. Eliminare o limitare l'operatività delle società di rating e delle associazioni di label non appare coerente con le necessità di tutela del mercato; più coerente sarebbe integrarle nel regime, riconoscendo alla verifica indipendente una funzione nel sistema delle categorie.

²⁵ Art. 3, par. 3, TUE, versione consolidata, EUR-Lex.

²⁶ Regolamento (UE) 2024/3005, art. 52 e Allegato III; mandato del Consiglio, considerando 24 e art. 13, par. 5; progetto di relazione ECON, emendamento 12.

Per i prodotti orientati a una maggiore sostenibilità, tra i quali i fondi di impact investing che tipicamente assumono la veste di fondi alternativi, l'informativa passa invece per un insieme molto più articolato di dati e di previsioni: teoria del cambiamento, indicatori di risultato, target intermedi, rendicontazione degli esiti. L'assenza di tali informazioni, che la deroga per i FIA riservati a professionali renderebbe possibile, determinerebbe l'incapacità dell'investitore istituzionale di adempiere ai propri obblighi in materia di sostenibilità previsti dalle normative di settore e dall'integrazione dei rischi di sostenibilità nel sistema di governance ai sensi della Direttiva 2009/138/CE (Solvibilità II) alla considerazione dei fattori ESG nella politica di investimento e nella valutazione interna del rischio ai sensi della Direttiva (UE) 2016/2341 (IORP II).²⁷ L'esenzione, concepita per alleggerire il gestore, finirebbe così per scaricare sull'investitore istituzionale l'onere di procurarsi in via negoziale informazioni che il regolamento non gli garantisce più.

In questo senso, a parere dell'autore, lo sforzo della Commissione e dei co-legislatori nel prosieguo del trilogio e, soprattutto, nella predisposizione degli atti delegati dovrebbe orientarsi verso un regime a due velocità fondato non sulla categoria, ma sul destinatario: un'informativa sintetica e verificata da un soggetto terzo per i prodotti destinati al pubblico retail, e un'informativa strutturata e di dettaglio, non necessariamente soggetta a verifica esterna in presenza di presidi di governance sostitutivi di tale verifica (comitati ESG, separazione delle funzioni, remunerazione del gestore condizionata agli obiettivi, poteri di controllo degli investitori), per i prodotti alternativi dedicati agli investitori istituzionali. Un simile assetto consentirebbe di conciliare l'obiettivo di semplificazione con quello di integrità del mercato, restituendo alla nozione di sostenibilità il contenuto di impatto misurabile che le categorie, nella loro attuale configurazione, rischiano di smarrire.

²⁷ Direttiva 2009/138/CE, art. 132, e Regolamento delegato (UE) 2015/35 come modificato dal Regolamento delegato (UE) 2021/1256; Direttiva (UE) 2016/2341, artt. 19, 21 e 28.



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
