



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI  
"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN Economia (L-18)**

**PROVA FINALE**

**"La sostenibilità in consulenza finanziaria: l'impegno UE e l'intervento  
ESMA"**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. Francesco Zen**

**LAUREANDO/A: Diego Antonello**

**MATRICOLA N. 1160964**

**ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020**

# Indice

|  |    |
|--|----|
| <b>Introduzione</b>  | 1  |
| <b>1 Le iniziative dell'Unione europea per la crescita sostenibile</b>                     | 2  |
| 1.1 Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile                                  | 2  |
| 1.1.1 Il re orientamento dei flussi di capitali verso un'economia più sostenibile          | 2  |
| 1.1.2 L'integrazione della sostenibilità nella gestione dei rischi                         | 2  |
| 1.1.3 La promozione della trasparenza e della visione a lungo termine                      | 3  |
| 1.1 Pacchetto di misure  | 5  |
| <b>2 L'introduzione della sostenibilità in MiFID II</b>                                    | 7  |
| 2.1 Consultation Paper sull'integrazione dei rischi e fattori di sostenibilità in MiFID II | 7  |
| 2.1.1 Requisiti organizzativi  | 7  |
| 2.1.2 Governance del prodotto  | 9  |
| 2.1.3 Adeguatezza  | 11 |
| 2.2 Technical Advice sull'integrazione dei rischi e fattori di sostenibilità in MiFID II   | 12 |
| 2.2.1 Requisiti organizzativi  | 12 |
| 2.2.2 La governance del prodotto e l'adeguatezza   | 14 |
| 2.3 Un elemento fondamentale: la Tassonomia UE   | 14 |
| 2.3.2 Le implicazioni per i partecipanti al mercato finanziario                            | 18 |
| <b>3 La sostenibilità nella realtà attuale degli asset manager</b>                         | 20 |
| 3.1 Gli approcci   | 20 |
| 3.2 Qualche esempio  | 22 |
| <b>Conclusioni</b>   | 27 |
| <b>Bibliografia</b>  | 32 |

## **Introduzione**

Negli ultimi anni è cresciuta la consapevolezza della necessità di una transizione verso un'economia più sostenibile dal punto di vista ambientale, sociale e di governance data dall'evidenza dei cambiamenti climatici e demografici e della rivoluzione tecnologica. Questa consapevolezza è stata confermata dall'adozione a livello internazionale il 25 ottobre 2015 dell'Agenda 2030 dell'ONU per lo Sviluppo Sostenibile, incentrata su 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile e dalla sottoscrizione il 12 dicembre 2015 del primo accordo universale e giuridicamente vincolante sui cambiamenti climatici da parte di 195 paesi nel corso della COP21, la Conferenza sul clima di Parigi.

Tuttavia, per la realizzazione entro il 2030 degli obiettivi sanciti dall'Accordo di Parigi, era evidente l'insufficienza dei livelli di investimento. In questo contesto, il sistema finanziario ha un ruolo centrale: era indispensabile il suo contributo nel colmare il divario mobilitando i risparmi degli investitori privati verso investimenti sostenibili.

Il presente elaborato ripercorre il percorso che, partendo dalla nascita delle iniziative europee per sostenere la crescita sostenibile, ha portato alla proposta ESMA per l'integrazione della sostenibilità in consulenza finanziaria propedeutica alla mobilitazione dei capitali privati necessari per sopperire all'insufficienza degli investimenti. Gli interventi proposti produrranno effetti tangibili solo nel prossimo biennio: nell'elaborato non è quindi possibile quantificare tali effetti. Viene tuttavia illustrata la situazione attuale degli investimenti socialmente responsabili per poter comprendere le potenzialità di suddetti interventi.

# **1 Le iniziative dell'Unione europea per la crescita sostenibile**

Nel dicembre 2016, la Commissione Europea istituiva un gruppo di esperti (High Level Technical Expert Group on sustainable finance - HLEG) per lo sviluppo di una strategia per l'Unione Europea in materia di finanza sostenibile. La relazione finale del HLEG del 31 gennaio 2018 aveva evidenziato come per il sistema finanziario europeo fossero essenziali il miglioramento del contributo della finanza alla crescita sostenibile e inclusiva e il consolidamento della stabilità finanziaria attraverso l'integrazione dei fattori ESG nelle decisioni di investimento.

## **1.1 Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile**

Per dar seguito al lavoro dell'HLEG, l'8 marzo 2018 la Commissione Europea pubblicava il "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile d'azione" che avrebbe dato un contributo importante al raggiungimento degli obiettivi dell'Accordo di Parigi sul clima e quelli di sviluppo sostenibile indicati nel documento dalla Commissione.

Il Piano d'azione aveva come obiettivi principali:

1. il re orientamento dei flussi di capitali verso investimenti sostenibili finalizzato alla realizzazione di una crescita sostenibile e inclusiva
2. la gestione dei rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici, dall'esaurimento delle risorse, dal degrado ambientale e dalle questioni sociali
3. la promozione della trasparenza e della visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie

Per ognuno di questi obiettivi la Commissione aveva individuato interventi necessari al loro raggiungimento ("Azioni").

### **1.1.1 Il re orientamento dei flussi di capitali verso un'economia più sostenibile**

Il divario annuo tra i livelli di investimento del 2018 e quelli necessari per la realizzazione degli obiettivi climatici ed energetici dell'UE entro il 2030 era di quasi 180 miliardi di EUR. La mancanza di chiarezza fra gli investitori in merito a quanto costituissero un investimento sostenibile era un fattore determinante alla base di questo divario di investimenti oltre che un ostacolo al finanziamento delle infrastrutture sociali necessarie ad affrontare le questioni di ineguaglianza e di inclusività.

Per riorientare i flussi di capitali verso un'economia più sostenibile la Commissione europea aveva quindi assunto come obiettivo la realizzazione di cinque Azioni. L'Azione 1, considerata come l'azione più importante del Piano, prevedeva l'istituzione, con gradualità, di un sistema unificato ("tassonomia") a livello UE di classificazione che avrebbe

fornito chiarezza in merito a quali attività potessero essere considerate “sostenibili” sulla base di criteri di selezione, soglie e metriche. In una prima fase la tassonomia avrebbe coinvolto le attività riguardanti l’attenuazione e l’adattamento ai cambiamenti climatici, per poi, in una seconda fase, arrivare a coprire le restanti attività ambientali e sociali.

L’Azione 2 prevedeva, basandosi sulla tassonomia UE, la creazione di norme e marchi UE per i prodotti finanziari sostenibili. I regimi di assegnazione di marchi avrebbero permesso agli investitori al dettaglio, qualora lo desiderassero, di esprimere le loro preferenze di investimento in attività sostenibili.

La promozione degli investimenti privati in progetti sostenibili (in particolare le infrastrutture su ampia scala) con fondi pubblici era centrale nell’Azione 3. Vi era anche la consapevolezza della necessità di finanziamenti destinabili a progetti distribuiti, su scala ridotta. Per questi fini, era stato potenziato il sostegno finanziario e tecnico destinato a tali investimenti, in particolare attraverso il FEIS e il Polo europeo di consulenza sugli investimenti. Per il quadro finanziario pluriennale post-2020, la Commissione aveva ideato l’istituzione di un fondo di investimenti unico che integrasse tutti gli strumenti di mercato dell’UE unendo quindi il sostegno finanziario e relativa assistenza tecnica propri del FEIS all’assistenza allo sviluppo dei progetti propria del Polo europeo di consulenza sugli investimenti.

L’Azione 4 aveva come obiettivo l’integrazione della sostenibilità nella consulenza finanziaria. In osservanza delle direttive MiFID II (relativa ai mercati degli strumenti finanziari) e IDD (relativa alla distribuzione assicurativa) le imprese di investimento e i distributori di prodotti assicurativi nella loro attività di consulenza essendo tenuti all’offerta/raccomandazione di strumenti finanziari o prodotti assicurativi adeguati alle esigenze dei clienti avrebbero dovuto informarsi circa le preferenze dei clienti anche in ambito ESG e considerarle in fase di selezione del prodotto e di valutazione dell’adeguatezza. L’insufficiente considerazione delle preferenze relative alla sostenibilità era tuttavia un fatto comune.

L’elaborazione di indici di riferimento in materia di sostenibilità era prevista dall’Azione 5. Gli indici di riferimento tradizionali consideravano limitatamente gli obiettivi di sostenibilità: non erano quindi adatti alla misurazione della prestazione degli investimenti sostenibili. I fornitori di indici avevano provveduto e stavano provvedendo con l’elaborazione di indici di riferimento ESG per cogliere questi obiettivi. Tuttavia, l’assenza di trasparenza riguardo alle loro metodologie ne inficiava l’affidabilità concorrendo al fenomeno del “green washing”.

### **1.1.2 L’integrazione della sostenibilità nella gestione dei rischi**

L’inclusione degli obiettivi ambientali e sociali nei processi decisionali finanziari è finalizzata all’attenuazione dell’impatto finanziario dei rischi ambientali e sociali. Il settore finanziario

non teneva adeguatamente conto dei rischi ambientali e climatici. Anche i fattori sociali avrebbero dovuto essere adeguatamente considerati data la loro incidenza sulle società finanziarie anche in relazione ai rischi giuridici.

Per integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi la Commissione aveva predisposto tre Azioni.

Con l’Azione 6 si richiedeva una migliore integrazione della sostenibilità nei rating e nella ricerca di mercato con riguardo alla valutazione della prestazione ESG delle imprese e delle istituzioni pubbliche e della loro abilità di gestione dei rischi connessi alla sostenibilità in quanto contribuente a un’allocazione del capitale più sostenibile e migliorante il flusso di informazioni per gli investitori. Data l’assenza di norme di mercato ampiamente accettate per la valutazione della prestazione di sostenibilità delle imprese, era particolarmente importante la trasparenza della metodologia usata. La necessità di chiarimento degli obblighi (ulteriori rispetto all’obbligo fiduciario verso il beneficiario/investitore finale) degli investitori istituzionali e dei gestori di attività era centrale nell’Azione 7. Le norme UE sull’obbligo di tenere conto dei fattori e dei rischi di sostenibilità nel processo decisionale in materia di investimenti non erano sufficientemente chiare né uniformi in tutti i settori: sistematicamente essi non venivano considerati da investitori istituzionali e gestori di attività. Questi ultimi inoltre non fornivano ai loro clienti sufficienti informazioni circa la considerazione di tali fattori e la sua modalità.

L’Azione 8 invece era focalizzata sull’integrazione della sostenibilità nei requisiti prudenziali in quanto banche, imprese di assicurazione e fondi pensione, nonostante potessero avere un ruolo importante nella sostenibilizzazione dell’economia essendo al tempo stesso prima fonte di finanziamento esterno per l’economia europea ed importante serbatoio di risparmi per l’investimento, risultavano esposti ai rischi connessi a uno sviluppo economico non sostenibile.

### **1.1.3 La promozione della trasparenza e della visione a lungo termine**

Il funzionamento corretto del sistema finanziario si fonda sulla trasparenza delle attività dei partecipanti al mercato. Per la valutazione della creazione di valore a lungo termine delle imprese e la connessa gestione dei rischi di sostenibilità da parte degli attori del mercato finanziario vi dovrebbe essere trasparenza delle imprese stesse sulle questioni di sostenibilità. I partecipanti al mercato avrebbero a disposizione maggiori informazioni e potrebbero indirizzare le imprese verso una direzione più sostenibile e a lungo termine, mentre gli investitori al dettaglio potrebbero prendere decisioni d’investimento informate. Data la stretta connessione tra sostenibilità degli investimenti e orientamento a lungo termine degli stessi, sarebbe necessario l’allontanamento dalle logiche di mercato tendenti alla massimizzazione del ritorno nel breve periodo.

Le Azioni 9 e 10 erano state ideate proprio al fine di promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine. L’Azione 9 proponeva il rafforzamento della comunicazione in materia di sostenibilità e della regolamentazione contabile. Dal 2018 la direttiva UE sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario già imponeva agli enti di interesse pubblico di comunicare informazioni rilevanti, seppure in maniera flessibile, sui principali aspetti ESG e sulla relativa gestione dei rischi. Il passo successivo sarebbe stato la ricerca di un compromesso tra flessibilità e standardizzazione della comunicazione delle informazioni. Per quanto riguarda i principi contabili, si sarebbero potuti rendere opportuni adeguamenti dei principi IFRS per favorire gli investimenti sostenibili a lungo termine. L’Azione 10 mirava alla promozione di un governo societario sostenibile, grazie al quale le imprese avrebbero potuto adottare i provvedimenti necessari per elaborare nuove tecnologie, rafforzare i modelli imprenditoriali e migliorare le prestazioni contribuendo al miglioramento delle prassi di gestione dei rischi e la competitività. Essa mirava anche all’attenuazione della visione a breve termine nei mercati dei capitali. Le pressioni a breve termine del mercato (e l’eccessiva focalizzazione del management sulle prestazioni finanziarie a breve termine) potevano infatti essere di ostacolo all’allungamento dell’orizzonte temporale nel processo decisionale portando a trascurare le opportunità e i rischi connessi alla sostenibilità.

## **1.1 Pacchetto di misure**

In data 24 maggio 2018, la Commissione europea ha dato seguito al piano d’azione UE sulla finanza sostenibile sottoponendo a consultazione un pacchetto di misure per il pieno sfruttamento dell’influenza del settore finanziario per il contrasto dei cambiamenti climatici.

La “Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili” mirava all’individuazione di criteri unitari per determinare il grado di eco-sostenibilità di un investimento (tassonomia delle attività eco-sostenibili). In base a tali criteri l’attività economica avrebbe dovuto contribuire in misura sostanziale a uno o più obiettivi ambientali e non danneggiare significativamente nessuno degli altri. Dopo aver dato la definizione degli obiettivi ambientali, erano stati definiti anche i criteri secondo cui il contributo a ciascun obiettivo ambientale potesse essere considerato sostanziale.

Con la “Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio sull’informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della direttiva (UE) 2016/2341” si mirava a stabilire norme armonizzate sulla trasparenza (relativamente a siti web, informazioni precontrattuali e relazioni periodiche) che devono essere applicate “dai partecipanti ai mercati finanziari, dagli intermediari assicurativi che forniscono consulenza relativamente agli IBIP e dalle imprese di investimento che forniscono consulenza in materia

di investimenti" con riferimento all'integrazione dei rischi per la sostenibilità nel processo decisionale o nel processo di consulenza relativi agli investimenti e alla trasparenza dei prodotti finanziari aventi come obiettivo investimenti sostenibili.

Con la "Proposta di Regolamento recante modifica al Regolamento (UE) 2016/1011" venivano previste due nuove categorie di indici di riferimento consideranti alcuni aspetti di sostenibilità ambientale quali le basse emissioni di carbonio e l'impatto positivo in termini di carbonio (benchmark "low carbon" e "positive carbon impact") per gli strumenti finanziari e per i contratti finanziari ovvero per misurare la performance dei fondi di investimento. La proposta introduceva anche l'obbligo per l'amministratore dell'indice di riferimento di pubblicare o mettere a disposizione una spiegazione del modo in cui la metodologia avrebbe riflesso i fattori ESG per ciascun indice di riferimento o famiglia di indici di riferimento che persegue o prende in considerazione obiettivi ESG.

La Commissione Europea riteneva che, tramite l'offerta di servizi di investimento finanziari e, soprattutto, la prestazione del servizio di consulenza, le imprese di investimento e i distributori di prodotti assicurativi potessero ricoprire un ruolo fondamentale nella transizione del sistema finanziario verso la sostenibilità. Con la bozza dei Regolamenti Delegati recanti modifica al Regolamento Delegato (UE) 2017/565 di attuazione di MiFID II e al Regolamento Delegato (UE) 2017/2359 di attuazione di IDD si introduceva l'obbligo per imprese di investimento, intermediari assicurativi e imprese di assicurazione di chiedere ai propri clienti informazioni sulle loro preferenze in materia di investimenti sostenibili dal punto di vista ESG e di tenerne conto nella valutazione della gamma di strumenti finanziari e assicurativi da raccomandare, sia in sede di strutturazione e selezione della propria gamma d'offerta, che in fase di selezione del prodotto e di valutazione dell'adeguatezza. Ciò avrebbe dovuto consentire a più investitori l'accesso a investimenti sostenibili. Questa iniziativa era propedeutica alla modifica degli atti delegati attuanti MiFID II e IDD.

Proprio su quest'ultima misura (sebbene le altre siano inevitabilmente connesse alla stessa), dante seguito all'Azione 4 dell'Action Plan dell'UE, si focalizzerà questo scritto.

L'implementazione vede infatti, a seguito del mandato conferito dalla Commissione Europea il 24 luglio 2018, l'intervento dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) al fine della modifica di MiFID II (e gli orientamenti che riguardano certi suoi aspetti) per l'integrazione della sostenibilità in consulenza finanziaria.

## **2 L'introduzione della sostenibilità in MiFID II**

Il mandato dalla Commissione europea richiedeva ad ESMA (e ad EIOPA) di fornire un technical advice a supporto del pacchetto iniziale di proposte e di assistere la Commissione su potenziali emendamenti degli atti delegati (o aggiunte agli stessi) sotto le direttive UCITS, Solvency II, AIFMD, MiFID II e IDD riguardo l'integrazione dei rischi e fattori di sostenibilità. Il presente elaborato andrà ad approfondire l'intervento ESMA relativo alla direttiva 2014/65/EU nota come MiFID II per meglio integrare la sostenibilità in consulenza finanziaria.

### **2.1 Consultation Paper sull'integrazione dei rischi e fattori di sostenibilità in MiFID II**

Pubblicato il 19 dicembre 2018, il Consultation Paper era indirizzato in particolare alle imprese di investimento e alle istituzioni di credito che fornivano attività e servizi di investimento soggette a MiFID II. ESMA aveva invitato a rispondere ai quesiti e commentare stabilendo come termine ultimo il 19 febbraio 2019. Tutti i commenti pervenuti entro tale data sono stati considerati da ESMA ed EIOPA per fornire il loro technical advice, come da richiesta della Commissione, entro il 30 aprile 2019.

Gli interventi di ESMA coinvolgono gli aspetti di MiFID II (e relativi orientamenti, direttiva e regolamento delegati) riguardanti i requisiti organizzativi, la governance del prodotto e l'adeguatezza.

#### **2.1.1 Requisiti organizzativi**

EIOPA ed ESMA erano state invitate a fornire una consulenza tecnica sui meccanismi di corporate governance entro le organizzazioni dei partecipanti al mercato finanziario e dei consulenti di investimento. La Commissione richiedeva l'esplicita integrazione dei rischi di sostenibilità ESG nelle decisioni di investimento e nei processi di consulenza. Tra i vari topic, il technical advice avrebbe dovuto prendere in considerazione (se rilevanti): le mansioni, il ruolo e le responsabilità di organi e funzioni (tra le quali risk management, compliance, internal audit) che si occupano della gestione e della supervisione del rischio di sostenibilità; il riesame regolare dei meccanismi disposti per l'integrazione dei rischi di sostenibilità e l'internal reporting regolare; le misure e politiche consideranti i conflitti di interesse che sarebbero potuti nascere dalle considerazioni di sostenibilità.

Nel definire i requisiti organizzativi delle imprese, MiFID II segue un approccio principle-based. ESMA aveva quindi ritenuto che l'integrazione dei rischi di sostenibilità entro le richieste di MiFID II dovesse essere fatta attraverso un approccio principle-based di alto livello, simile a quello seguito per i rischi di credito, di mercato e di liquidità. Dati i lavori legislativi

ancora in corso, prescrizioni dettagliate avrebbero potuto innalzare il rischio di arbitraggio normativo da parte delle imprese e portare a errori regolamentari.

ESMA aveva suggerito emendamenti all'articolo 21 in "*Requisiti organizzativi generali*" e all'articolo 23 in "*Risk management*" del Regolamento Delegato integrante MiFID II, oltre che l'introduzione di un nuovo punto sul conflitto di interesse.

I cambiamenti introdotti avrebbero dovuto essere applicati dalle imprese secondo il principio di proporzionalità considerando la dimensione, la natura, la scala e la complessità delle loro attività.

Con l'emendamento che andava ad includere un riferimento alle considerazioni di tipo ESG nell'articolo 21 in "*Requisiti organizzativi generali*", ESMA si attendeva che le imprese integrassero le considerazioni ESG entro i loro processi, sistemi e controlli per assicurare che i processi di investimento e consulenza le prendessero correttamente in considerazione. Per esempio, le imprese avrebbero dovuto assicurare il possesso di abilità, conoscenza ed esperienza nella valutazione dei rischi di sostenibilità da parte dello staff coinvolto nel processo di consulenza.

Secondo ESMA, l'inclusione delle considerazioni ESG nell'art. 23 avrebbe incontrato le aspettative della Commissione relativamente al risk management. Tuttavia, la tassonomia UE era ancora in fase di sviluppo e inizialmente non avrebbe coperto i fattori sociali e di governance. Nella valutazione dei potenziali rischi di sostenibilità, le imprese nel frattempo avrebbero dovuto mantenere un approccio generale e proporzionato alla rilevanza di questi rischi per loro dati gli alti costi di ricerca di informazioni connesse alla sostenibilità utili e affidabili. Grazie agli sforzi normativi su disclosure e trasparenza in ambito di finanza sostenibile così come ai miglioramenti di procedure e politiche interne delle imprese per la gestione dei rischi di sostenibilità, i costi di ricerca sarebbero diminuiti nel tempo. Secondo l'aspettativa ESMA, i rischi di sostenibilità avrebbero dovuto essere gestiti dalle funzioni di compliance e di audit interno in quanto funzioni responsabili del monitoraggio dell'efficacia delle politiche e procedure di risk management.

Per quanto riguarda i conflitti di interesse, ESMA riteneva utile aggiungere un nuovo punto (59 bis) per chiarire che, nell'identificazione dei tipi di conflitto di interesse potenzialmente lesivi per l'interesse del cliente, le imprese di investimento avrebbero dovuto includere quelli derivanti dalla distribuzione di investimenti in imprese implementanti pratiche ecosostenibili, socialmente responsabili e/o con una buona corporate governance e quelli derivanti dalla distribuzione di strumenti finanziari con esposizione a investimenti consideranti i fattori ESG.

L'aggiunta del nuovo punto avrebbe permesso di assicurare la predisposizione da parte delle imprese di misure appropriate per evitare pratiche di mis-selling/equivoci e danni per l'interesse del cliente che sarebbero potuti derivare dall'inclusione delle considerazioni ESG nel processo di consulenza (es. considerazioni ESG come scusa per vendere i propri prodotti/quelli più costosi o per fenomeni di greenwashing).

### **2.1.2 Governance del prodotto**

L'obiettivo dei requisiti di governance del prodotto di MiFID II è assicurare che le imprese che producono e distribuiscono strumenti finanziari agiscano nel miglior interesse del cliente durante tutti gli stadi del ciclo vitale di prodotti o servizi. Dato il ruolo chiave di questi requisiti nella protezione dell'investitore, ESMA aveva sviluppato degli Orientamenti sui requisiti di governance del prodotto in MiFID II: essi sono focalizzati sulla valutazione del target market la cui importanza concerne sia la produzione del prodotto sia la sua distribuzione e valutazione. Dato che nella Direttiva Delegata integrante MiFID II le condizioni per l'identificazione del target market non stabilivano esplicitamente i dettagli dell'integrazione dei fattori di sostenibilità da parte delle imprese di investimento produttrici di strumenti finanziari e dei distributori degli stessi, ESMA e EIOPA entro il loro mandato della Commissione avrebbero dovuto valutare modifiche alla Direttiva Delegata per assicurare che i prodotti e, dove rilevante, i servizi connessi fossero offerti nell'interesse del cliente e che i fattori di sostenibilità fossero considerati nell'identificazione del target market.

Seguendo l'approccio principle-based, ESMA proponeva emendamenti alla Direttiva Delegata integrante MiFID II (articoli 9 e 10) e agli Orientamenti sui requisiti di governance del prodotto di MiFID II.

Per quanto riguarda la Direttiva Delegata, ESMA riteneva che dovessero essere apportati emendamenti ai paragrafi 9, 11 e 14 dell'articolo 9.

L'articolo 9 tratta degli obblighi di governance dei prodotti per le imprese di investimento che producono strumenti finanziari.

Più precisamente, il paragrafo 9 espone l'obbligo di identificazione del mercato di riferimento per i prodotti di investimento che produce. Con la proposta ESMA di introduzione di un riferimento esplicito alle preferenze ESG per i produttori, questi ultimi avrebbero dovuto specificare la tipologia di clientela per le cui necessità, caratteristiche e obiettivi lo strumento sarebbe stato compatibile.

Il paragrafo 11 richiede ai produttori di condurre valutazioni del target market in considerazione del profilo rischio-rendimento del prodotto e le caratteristiche del beneficiario. In seguito

all'emendamento, la valutazione avrebbe dovuto coprire anche le caratteristiche ESG dello strumento finanziario.

Il paragrafo 14 copre il requisito di riesame periodico da parte del produttore degli strumenti finanziari che produce. Secondo la proposta ESMA, nel contesto del riesame, i produttori avrebbero dovuto esplicitamente considerare le preferenze ESG dei clienti.

I produttori e i distributori avrebbero dovuto specificare con un livello significativo di granularità che preferenze ESG il prodotto di investimento avrebbe soddisfatto. Non sarebbe stato sufficiente indicare come target market la clientela interessata agli investimenti ESG, ma sarebbe stato necessario specificare precisamente le preferenze ESG che avrebbe soddisfatto. Non tutti i prodotti di investimento avrebbero necessariamente dovuto avere un riferimento nel loro target market al fatto di soddisfare o meno preferenze ESG. ESMA richiedeva infatti che i produttori valutassero il possesso di tali caratteristiche in maniera positiva, non ritenendo necessario che identificassero anche i prodotti con impatti negativi sui fattori ESG. Si delineavano quindi due tipi di target market: quello in cui le caratteristiche ESG erano specificate e quello senza alcun riferimento a tali caratteristiche.

Nel definire le caratteristiche ESG, dove rilevante, l'impresa si sarebbe dovuta basare sulla categorizzazione definita dalla Tassonomia. Finché questa non fosse stata completata, la definizione delle preferenze ESG soddisfatte avrebbe dovuto considerare gli attuali standard di mercato e i lavori preparatori pubblicati dalla Commissione.

Gli emendamenti proposti per l'articolo 10, che tratta dei requisiti per i distributori, seguivano lo stesso approccio di quelli proposti per l'articolo 9. Il paragrafo 2 e il paragrafo 5 implicano rispettivamente la valutazione iniziale del mercato di riferimento e il requisito di riesame periodico del prodotto di investimento/servizio offerto o raccomandato. Per entrambi ESMA proponeva l'inclusione di un riferimento esplicito alle preferenze ESG.

Per quanto riguarda gli Orientamenti sui requisiti di governance del prodotto di MiFID II, ESMA proponeva emendamenti alla sezione "Esigenze e obiettivi dei clienti" dell'orientamento 18 per integrare le considerazioni ESG. L'orientamento 18 definisce i dettagli della valutazione del target market e tutti gli altri orientamenti costruiti su essa o che la presumono. La sezione già contiene riferimenti agli obiettivi relativi ai fattori ESG ("un prodotto [...] può essere concepito con caratteristiche particolari per conseguire obiettivi di investimento specifici quali [...] «l'investimento green», «l'investimento etico»"): l'esplicita inclusione delle preferenze ESG sarebbe stata una conferma importante. L'inclusione di tale riferimento non avrebbe implicato necessariamente l'incompatibilità del prodotto di investimento per i clienti privi di quegli specifici obiettivi ed esigenze che il prodotto di investimento mirava a soddisfare. L'eventualità che il prodotto fosse compatibile con clienti

privi di obiettivi ESG sarebbe stata da determinare considerando le altre categorie di target market per quel prodotto di investimento. Non vi era quindi la necessità di specificare un target market negativo.

### **2.1.3 Adeguatezza**

La direttiva MiFID II richiede che le imprese di investimento offrano, nel corso del processo di consulenza, prodotti adeguati ad incontrare le esigenze dei clienti. Queste imprese avrebbero quindi dovuto informarsi circa gli obiettivi non finanziari (comprese le preferenze ESG) del cliente considerandoli nel processo di selezione e valutazione di adeguatezza dei prodotti. In realtà, la valutazione di adeguatezza solitamente vagliava solo gli obiettivi finanziari. La Commissione aveva quindi invitato ESMA a includere previsioni sulle preferenze di sostenibilità negli atti delegati di MiFID II e negli orientamenti sulla valutazione di adeguatezza.

A tal fine, ESMA suggeriva emendamenti ai paragrafi 28 e 70 degli Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza di MiFID II.

Il paragrafo 28 stabiliva come “buona prassi” per le imprese di investimento la valutazione degli elementi non finanziari, comprese le preferenze ESG, durante la raccolta delle informazioni sugli obiettivi di investimento del cliente.

A seguito dell’emendamento dello stesso, le imprese di investimento avrebbero dovuto raccogliere tali informazioni non più come “buona prassi”, ma come dovere verso il cliente, per prescrizione. Le imprese avrebbero potuto decidere come meglio incorporare tali preferenze nei loro processi di valutazione dell’adeguatezza esistenti. Fino al completamento della tassonomia, le imprese di investimento avrebbero dovuto specificare ciò che ritenevano essere “considerazione” o “preferenza ESG” secondo gli standard di mercato. Nell’ambito dell’identificazione della gamma dei prodotti adeguati, le preferenze ESG avrebbero dovuto essere considerate successivamente alla valutazione di adeguatezza relativa ai criteri di conoscenza ed esperienza, situazione finanziaria e obiettivi di investimento. Esse avrebbero dovuto contribuire quindi come aspetto addizionale agli altri criteri per stabilire o meno l’adeguatezza di un prodotto per un cliente, ma non avrebbero dovuto avere maggiore rilevanza rispetto a quei criteri con la possibilità di danneggiare l’interesse del cliente.

Così come già avveniva per gli altri criteri, le imprese di investimento avrebbero potuto sviluppare diversi approcci metodologici per raggiungere la conformità con i requisiti di MiFID II relativi alle considerazioni ESG nella valutazione di adeguatezza. Gli emendamenti non avrebbero implicato la non adeguatezza automatica degli investimenti rispondenti ad obiettivi ESG per clienti privi di tali preferenze (l’eventuale non adeguatezza si sarebbe dovuta valutare

rispetto agli altri criteri) e nemmeno quella degli investimenti non classificati come rispondenti ad obiettivi ESG per i clienti aventi suddette preferenze.

Il paragrafo 70 chiede l'adozione da parte delle imprese di investimento di procedure, metodi e strumenti che consentano la classificazione dei prodotti di investimento ovvero l'adeguata valutazione delle loro caratteristiche e i loro fattori di rischio.

Con gli emendamenti apportati al paragrafo, anche le caratteristiche ESG avrebbero dovuto essere considerate in tale valutazione.

Gli emendamenti si sarebbero applicati a tutti i tipi di clienti, inclusi quelli esistenti. Alle imprese non sarebbe stato chiesto di aggiornare immediatamente i profili dei clienti venendogli concesso di farlo quando li avrebbero riesaminati (ad esempio con il riesame periodico dei profili clienti secondo le politiche interne). Le imprese avrebbero dovuto assicurare, con appropriate misure, che l'inclusione delle considerazioni ESG nella valutazione dell'adeguatezza non portasse a fenomeni di mis-selling e che non agisse contro l'interesse del cliente.

## **2.2 Technical Advice sull'integrazione dei rischi e fattori di sostenibilità in MiFID II**

Nel periodo di pubblica consultazione sono pervenute ad ESMA sessantanove risposte al Consultation Paper oltre che il parere del Securities and Markets Stakeholder Group's (SMSG). Comune sarebbe stata la preferenza per la creazione di tassonomia e label chiare e appropriate prima della richiesta a imprese di investimento, investitori istituzionali e asset manager di rivelare le modalità di integrazione dei rischi di sostenibilità nel processo di investimento o di consulenza. La mancanza di una comune tassonomia UE e quindi la molteplicità di approcci avrebbero potuto portare allo sviluppo di prodotti dichiarati inesattamente come sostenibili oltre che a equivoci e ad aspettative frustrate. Inoltre, la poca chiarezza avrebbe potuto portare a contenziosi tra clienti e imprese/fondi di investimento. L'approccio proattivo Europeo sui prodotti sostenibili e la contemporanea molteplicità di etichette e disomogeneità degli stadi di sviluppo avrebbero alimentato il rischio di crowding o di bolle speculative entro certe classi di asset.

Considerando i commenti ricevuti e la consulenza SMSG, ESMA nel suo Technical Advice alla Commissione ha dato seguito agli emendamenti proposti nel Consultation Paper apportandovi opportune modifiche o confermandoli per interno.

### **2.2.1 Requisiti organizzativi**

Per quanto riguarda i "*Requisiti organizzativi generali*", alcuni rispondenti non erano d'accordo con gli emendamenti proposti all'articolo 21 in quanto avrebbero portato erroneamente ad

attribuire maggiore importanza ai fattori ESG rispetto agli altri fattori. ESMA non avrebbe quindi dovuto apportare modifiche ai requisiti organizzativi generali di MiFID II, ma solo ai specifici requisiti di integrazione di tali considerazioni. Altri rispondenti invece premevano per requisiti più dettagliati e stringenti in questa area. ESMA ha finito col confermare l'emendamento proposto all'articolo 21 del Regolamento Delegato di MiFID II in quanto ha ritenuto che l'approccio fosse bilanciato e rispettasse il mandato della Commissione senza introdurre requisiti esageratamente dettagliati.

Il Consultation Paper non era stato chiaro circa i servizi di investimento ai quali si dovessero applicare gli emendamenti all'articolo 21, come dimostrano le richieste di chiarimento del SMSG e di alcuni rispondenti che pensavano si dovessero applicare solo alle imprese offerenti servizi di "portfolio management" e "investment advice".

Il mandato della Commissione includeva una richiesta di consulenza tecnica su argomenti vari relativi alle imprese di investimento senza riguardo al tipo di prodotto o servizio fornito. Per questa ragione ESMA ha ritenuto scorretto limitare l'applicazione degli emendamenti all'articolo 21 alle sole imprese che forniscono tali servizi, ricordando però l'ispirazione dell'articolo al principio di proporzionalità.

La maggioranza dei rispondenti era d'accordo con i cambiamenti proposti all'art. 23 del Regolamento Delegato di MiFID II relativo al "*Risk management*". La metodologia di valutazione dei rischi ESG non è prescritta dal Technical Advice: le imprese sono quindi libere di scegliere come valutarli determinando il loro impatto su business e clientela. Circa l'indicazione delle funzioni di compliance e internal audit come preposte alla considerazione dei rischi di sostenibilità, alcune imprese si erano lamentate facendo notare come loro stesse potessero meglio valutare quale business unit incaricare per l'accertamento dei rischi di sostenibilità. Nonostante ciò, ESMA ha confermato il contenuto del Consultation Paper in quanto in linea con il mandato della Commissione richiedente alle imprese l'integrazione dei rischi di sostenibilità entro le procedure e i sistemi di risk management precisando, con la proposta di un nuovo punto, come anche l'organo di gestione e l'alta dirigenza dovessero considerare tali rischi nell'espletamento dei loro doveri. In varie risposte si chiedeva l'inclusione dell'espressione "dove rilevante" nel nuovo paragrafo dell'articolo 23 per far capire che non tutti i prodotti avrebbero dovuto avere un focus ESG. Non sono state però apportate modifiche al contenuto. Secondo ESMA, il testo del technical advice è generale abbastanza da permettere un approccio flessibile in quanto richiede alle imprese di "considerare" i rischi di sostenibilità.

In ambito “Conflitti di interesse”, la proposta ESMA di aggiungere un punto nel Regolamento Delegato di MiFID II sull’argomento ha raccolto commenti divergenti. La maggioranza dei rispondenti, rappresentante i partecipanti al mercato, sebbene supportasse i principi definiti da ESMA riteneva che il punto proposto non fosse necessario. Questi rispondenti hanno anche fatto notare come non fossero a conoscenza di conflitti di interesse connessi ai rischi di sostenibilità e come i prodotti ESG potessero per natura essere più costosi rispetto agli equivalenti non-ESG a causa dei costi di screening ESG e di valutazione dei sottostanti stock.

Altri rispondenti tra cui le associazioni di consumatori supportavano il punto proposto o proponevano misure più forti in quanto ritenevano importante che questi conflitti fossero gestiti assicurando appropriati controlli e bilanciamenti per evitare pratiche di mis-selling o misrepresentation.

Considerati i commenti, ESMA ha ritenuto importante introdurre un chiaro riferimento alla necessità per le imprese di identificare i conflitti di interesse potenzialmente lesivi per gli interessi del cliente, inclusi anche quelli che potrebbero derivare dalla distribuzione di prodotti d’investimento ESG. L’uso di un nuovo punto è ritenuto un approccio bilanciato in quanto in questo modo non viene data eccessiva importanza, entro il contenuto dell’art. 33, alla finanza sostenibile rispetto alle altre fonti di conflitti di interesse né si limita la generalità dello scopo delle nuove modifiche come sarebbe invece accaduto emendando come suggerito in varie risposte, il contenuto del punto 59 focalizzato sul placing.

### **2.2.2 La governance del prodotto e l’adeguatezza**

Dalle risposte ricevute emergevano varie problematiche tra le quali la presenza di una moltitudine di standard di mercato nazionali e label sviluppati per i mercati domestici difficili da comparare tra loro e da usare significativamente in uno scenario comunitario. La grande varietà di standard e label finiva anche con l’alimentare il problema del green washing. Un’altra problematica era relativa alla proposta per la quale le imprese si sarebbero dovute basare sui lavori preparatori della Commissione nello stabilire che preferenze ESG un prodotto avrebbe soddisfatto. Le regole non essendo state ancora adottate avrebbero potuto essere soggette a cambiamenti. I rispondenti premevano affinché i regolatori esitassero nell’interferire con le iniziative del mercato finché non ci sarebbe stata una tassonomia UE armonica obbligatoria.

Le questioni sollevate erano già conosciute da ESMA. Le risposte richieste tuttavia sarebbero andate oltre lo scopo del Technical Advice e al di là dei limiti del mandato ricevuto. ESMA si

è quindi limitata a includere le questioni nel report finale per darne informazione alla Commissione ai fini di una considerazione in future iniziative sulla finanza sostenibile.

Ritornando agli emendamenti proposti, il contenuto rivisto del paragrafo 9 dell'articolo 9 della direttiva delegata integrante MiFID II aveva raccolto alcuni pareri contrari. Essi facevano notare come vi fosse la possibilità che l'approccio proposto rendesse la valutazione di adeguatezza incredibilmente complessa discostandosi dall'approccio utilizzato dalla maggioranza dei prodotti sostenibili. L'approccio avrebbe avuto un impatto significativo anche sul modello di scelta del mercato obiettivo sviluppato e utilizzato dai partecipanti al mercato. Nella bozza, in realtà, alle imprese non viene imposto alcun approccio specifico. Secondo altri pareri, l'approccio scelto per identificare le preferenze ESG per il mercato obiettivo, dove rilevante, avrebbe lasciato troppa flessibilità ai partecipanti al mercato. Per evitare interpretazioni divergenti e disparità di condizioni, in alternativa a un riferimento più specifico, si sarebbe dovuta evitare l'inclusione di un riferimento generale alle preferenze ESG negli art. 9 e 10 della Direttiva.

ESMA aveva precedentemente valutato quanta flessibilità dovesse essere data ai partecipanti al mercato. Le possibili conseguenze negative menzionate erano state soppesate in favore dei possibili benefici di un approccio più flessibile ovvero permettere alle prassi di mercato di evolvere dinamicamente non mettendo in pericolo l'innovazione.

L'inclusione delle preferenze ESG nella valutazione del mercato obiettivo per i distributori non è stata vista positivamente da alcuni: essi ritenevano che solo i produttori potessero realisticamente e attendibilmente definire se un prodotto avesse o meno caratteristiche ESG. Sarebbe stato impossibile verificare il profilo ESG di un prodotto come definito dal produttore a causa della mancanza di dati ESG disponibili sulle attività degli emittenti. Nel caso di produttori non soggetti a MiFID II, la carenza di informazioni sarebbe stata maggiormente critica in quanto non obbligati a valutare il target market. Il distributore avrebbe dovuto quindi valutare il target market "come un sostituto", compito particolarmente difficile dato il gap informativo. Certi distributori premevano quindi per chiarimenti circa la possibilità di affidarsi alla classificazione del target market ESG dei produttori o, in alternativa, per l'eliminazione di qualsiasi riferimento alle preferenze ESG nell'articolo 10.

In seguito alla crisi finanziaria, il regime di governance del prodotto di MiFID II è stato indirizzato al rafforzamento della responsabilità per i prodotti non solo per i produttori, ma anche per i distributori. Già nel testo del 2016 della Direttiva Delegata integrante MiFID II, nell'articolo 10 co.2, il legislatore esprimeva l'aspettativa che i distributori conducessero la loro valutazione del mercato di riferimento assicurando che i prodotti e i servizi che avrebbero avuto

intenzione di offrire o raccomandare fossero compatibili con le esigenze, le caratteristiche e gli obiettivi di tale mercato. Per tale scopo, i distributori avrebbero dovuto ottenere dai produttori (soggetti e non soggetti a MiFID II) le informazioni necessarie per comprendere e conoscere adeguatamente i prodotti. I distributori avrebbero dovuto esaminare il target market definito dai produttori e perfezionarlo secondo i propri dati o le specifiche esigenze del loro cliente base. I distributori non dovrebbero quindi raccomandare o commercializzare prodotti per i quali non sono almeno in grado di controllare la plausibilità di certe caratteristiche (ora anche quelle ESG) del prodotto. Solitamente i clienti ai quali i prodotti con caratteristiche ESG sono indirizzati hanno ancora meno informazioni per verificare se un prodotto soddisfi o meno tali preferenze.

Alla luce di tali argomentazioni, il contenuto del Consultation Paper è stato confermato nel Technical Advice alla Commissione. ESMA ha quindi inserito i riferimenti alle “preferenze ESG, dove rilevanti” nei paragrafi 9, 11 e 14 dell’articolo 9 e nei paragrafi 2 e 5 dell’articolo 10 della Direttiva Delegata integrante MiFID II.

### 2.3 Un elemento fondamentale: la Tassonomia UE

Nel corso dell’analisi dei contenuti del Consultation Paper e del Technical Advice di ESMA, è emersa più volte la necessità della creazione di una tassonomia UE al fine della piena applicabilità delle modifiche alla normativa proposte da ESMA e quindi della piena integrazione della sostenibilità nei processi della consulenza finanziaria.

#### 2.3.1 La definizione



Fonte: “Taxonomy: Final report of the TEG”

Frutto dell’impegno preso con il Piano d’azione e con la successiva proposta di regolamento relativa all’istituzione di un quadro che favorisse gli investimenti sostenibili, la Tassonomia UE è un sistema di classificazione che mira a chiarire quali attività economiche possano essere considerate sostenibili a fini di investimento. Allo stato dei lavori attuale (report marzo 2020), la Tassonomia fissa delle soglie di performance (‘technical screening criteria’) per le attività economiche che:

- danno un contributo sostanziale a uno dei sei obiettivi ambientali
- non danneggiano significativamente (‘do no significant harm’-DNSH) gli altri cinque, dove rilevanti

- rispettano delle garanzie minime (quali le “Linee guida OCSE destinate alle Imprese Multinazionali”, i “Principi guida ONU su Imprese e Diritti Umani”, i principi e i diritti fissati nelle otto convenzioni identificate nella Dichiarazione OIL sui Principi e i Diritti fondamentali nel Lavoro e la Carta Internazionale dei Diritti umani)

La Taxonomy Regulation, approvata a livello politico nel dicembre 2019, crea una base legale per la tassonomia UE: essa prevede il contesto e gli obiettivi ambientali per la Tassonomia, così come nuovi obblighi legali per i partecipanti al mercato finanziario, grandi imprese, l’UE e gli Stati membri.

Il report di marzo 2020, che va a sostituire i due report precedenti di dicembre 2018 e giugno 2019, è frutto di oltre 20 mesi di sviluppo con consultazioni e input scientifici e tecnici. Settori ed attività economiche attualmente inclusi possono potenzialmente dare un contributo sostanziale alla mitigazione del cambiamento climatico o all’adattamento a detto cambiamento. Una lista di criteri rivisti e addizionali di technical screening per le attività economiche che possono dare tale contributo e la definizione della nozione di “danno significativo” per ognuno dei sei obiettivi ambientale sono contenute nell’allegato tecnico.

Al fine della mitigazione del cambiamento climatico, nello sviluppo dei criteri di technical screening, i settori con una grande impronta di emissioni hanno avuto la priorità.

Il TEG non ha invece ancora eseguito il lavoro tecnico per identificare le altre attività economiche e le attività trasversali che sarebbe benefico includere nella Tassonomia e quelle che probabilmente non darebbero un contributo sostanziale agli obiettivi di mitigazione del cambiamento climatico, ma che allo stesso tempo non arrecherebbero un danno significativo agli stessi. Nelle previsioni del TEG, non tutte le attività economiche avranno una soglia di prestazione per quanto riguarda il contributo sostanziale alla mitigazione del cambiamento climatico. Di conseguenza, non tutte le decisioni di investimento e finanziamento dovranno allinearsi a tale soglia.

Per quanto riguarda l’adattamento al cambiamento climatico, l’approccio proposto riconosce che un’attività di adattamento potrebbe essere rivolta a un’entità e/o a un mercato, settore o regione. Il TEG non ha dato maggiore priorità a singole parti dell’economia per le finalità di adattamento al cambiamento climatico: i criteri di technical screening per il sostanziale contributo allo stesso possono in principio applicarsi a qualsiasi tipo attività economica.

Per ogni obiettivo ambientale, la Taxonomy Regulation riconosce due tipi di attività danti contributo sostanziale considerabili allineati alla Tassonomia: le attività economiche che danno direttamente un sostanziale contributo grazie alla loro performance e le “enabling activities”,

cioè le attività economiche che, con la fornitura di prodotti o servizi, consentono ad altre attività di dare un sostanziale contributo (es. manifattura di tecnologie low-carbon).

Ulteriore lavoro è richiesto per le attività economiche che possono contribuire sostanzialmente alla mitigazione del cambiamento climatico o l'adattamento allo stesso, ma che non hanno ancora criteri di technical screening a loro dedicati. In particolare, andrà incoraggiata la disclosure relativa all'allineamento ai requisiti della Tassonomia anche da parte di coloro che svolgono attività non coperte dalla stessa. Andranno identificate le attività economiche importanti per la mitigazione del cambiamento climatico e l'adattamento allo stesso attualmente prive di codici NACE provvedendo all'aggiunta tempestiva di tali codici o all'identificazione delle attività che, seppur importanti, ne rimarranno prive.

### **2.3.2 Le implicazioni per i partecipanti al mercato finanziario**

I partecipanti al mercato finanziario offerenti prodotti in Europa dovranno informare circa l'allineamento alla Tassonomia dei loro prodotti. La comunicazione di tali informazioni sarà obbligatoria per alcuni tipi di prodotto, mentre risponderà a una logica comply-or-explain per gli altri.

Essi dovranno quindi definire la modalità e la misura di utilizzo della Tassonomia, per i prodotti rilevanti, per la determinazione della sostenibilità dei sottostanti investimenti e dell'obiettivo ambientale al quale gli investimenti contribuiscono. La proporzione degli investimenti allineati alla Tassonomia dovrà essere definita ed espressa come percentuale del fondo/portafoglio di investimento evidenziando le proporzioni delle attività "enabling" e di transizione.

Gli obblighi di disclosure relativi alla Tassonomia fanno parte di un quadro più generale di obblighi relativi alla sostenibilità stabilito dal Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari. I requisiti concernenti l'informativa sulla sostenibilità comprendono gli obblighi relativi all'informativa pre-contrattuale, al sito web e all'informativa periodica.

La trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli investimenti sostenibili nell'informativa precontrattuale è richiesta dagli art. 8 e 9.

Per quanto riguarda i prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali o sociali o che portano a investimenti in imprese che rispettino prassi di buona governance, le informazioni da comunicare includono le modalità per cui tali caratteristiche sono osservate e, qualora sia stato designato un indice di riferimento, la coerenza di tale indice con le stesse. Le informazioni riguardanti prodotti finanziari aventi come obiettivo investimenti sostenibili e per i quali è stato designato un indice di riferimento devono indicare in che modo tale indice è in linea con detto

obiettivo e spiegare perché e in che modo esso differisce da un indice generale di mercato. Nel caso non sia stato designato alcun indice, le informazioni da comunicare includono la spiegazione del modo in cui è raggiunto tale obiettivo.

L'art.10 tratta della trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli investimenti sostenibili su siti web. Sui siti web devono essere pubblicate e mantenute la descrizione delle caratteristiche ambientali o sociali o dell'obiettivo di investimento sostenibile e le informazioni sulle metodologie utilizzate per valutare, misurare e monitorare le caratteristiche ambientali o sociali o l'impatto degli investimenti sostenibili selezionati per il prodotto finanziario comprendendo fonti dei dati, criteri di vaglio per le attività sottostanti e indicatori di sostenibilità utilizzati.

Come riportato dall'art.11, al fine di favorire la trasparenza della promozione delle caratteristiche ESG degli investimenti sostenibili, nelle relazioni periodiche deve essere presente la descrizione della misura di conseguimento di tali caratteristiche (art.8) e dell'impatto complessivo correlato alla sostenibilità del prodotto finanziario mediante indicatori di sostenibilità pertinenti (art.9).

Qualora sia stato designato un indice di riferimento, va inclusa una comparazione basata su indicatori di sostenibilità tra l'impatto complessivo relativo alla sostenibilità del prodotto finanziario con gli impatti dell'indice designato e di un indice generale di mercato.

### **3 La sostenibilità nella realtà attuale degli asset manager**

L'analisi dei fattori ESG va ad integrare l'analisi finanziaria nella strategia di investimento caratteristica dell'Investimento Socialmente Responsabile/Sostenibile e Responsabile (SRI) avente un'ottica di medio-lungo periodo e l'obiettivo di creare valore per l'investitore e la società. La considerazione dei fattori ESG nell'ambito dell'investimento può avvenire secondo diversi approcci.

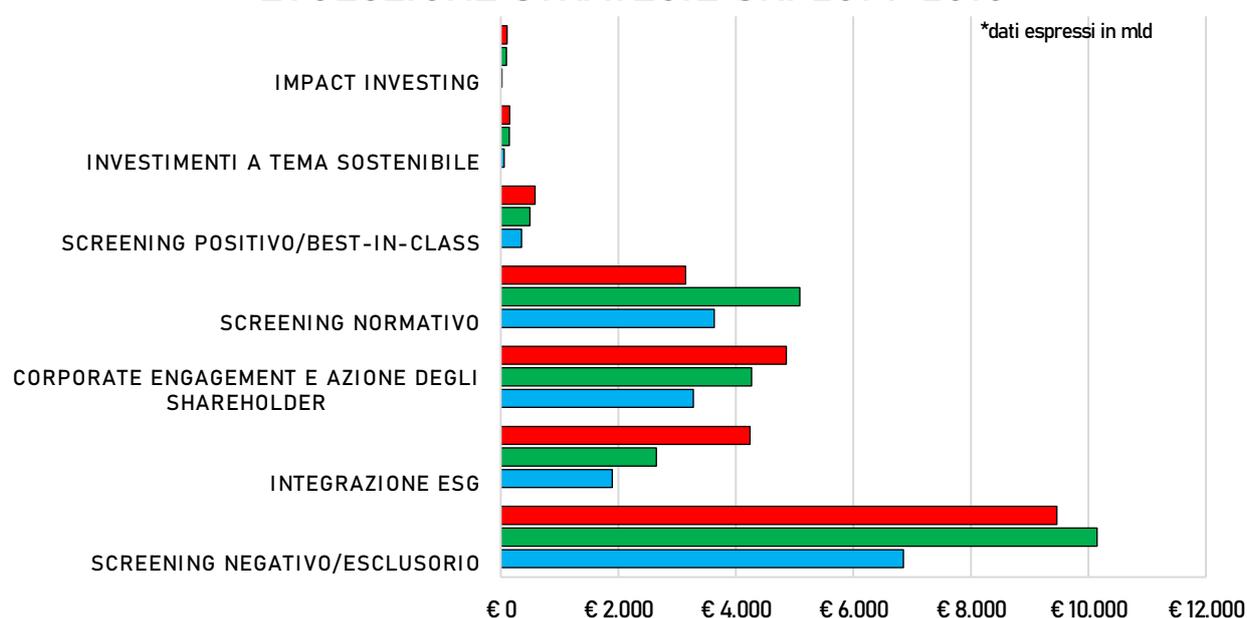
#### **3.1 Gli approcci**

La classificazione degli approcci SRI Eurosif, similamente a quella GSIA, vede 7 diverse strategie:

- 1) Esclusione di titoli dall'universo investibile (GSIA: screening negativo/esclusorio): prevede l'esclusione esplicita di singoli emittenti/settori/Paesi dall'universo investibile, sulla base di determinati principi e valori
- 2) Screening normativo: selezione degli investimenti basata sul rispetto di norme e standard internazionali
- 3) Selezione degli investimenti Best-in-Class (GSIA: screening positivo) : gli emittenti sono selezionati o pesati in portafoglio secondo criteri ESG privilegiando gli emittenti migliori all'interno di un universo, una categoria o una classe di attivo.
- 4) Investimenti a tema sostenibile: gli emittenti in portafoglio sono selezionati secondo criteri ESG focalizzandosi su uno o più temi.
- 5) Integrazione ESG: prevede l'inclusione esplicita di fattori ESG nell'analisi finanziaria tradizionale focalizzandosi sull'impatto potenziale (negativo o positivo) di tali questioni sui risultati economico-finanziari dell'impresa e dunque sugli effetti sulle caratteristiche rischio-rendimento dell'investimento.
- 6) Engagement e politiche di voto su questioni di sostenibilità (GSIA: corporate engagement and shareholder action): si sostanzia nel dialogo con l'impresa su questioni di sostenibilità e nell'esercizio dei diritti di voto connessi alla partecipazione al capitale azionario. Consiste in un processo di lungo periodo finalizzato a generare un'influenza positiva sui comportamenti dell'impresa e all'aumento del grado di trasparenza.
- 7) Impact investing (GSIA: impact/community investment): prevede l'investimento in imprese, organizzazioni o fondi con l'intenzione di realizzare un impatto ambientale e/o sociale positivo, assieme ad un ritorno finanziario.

Gli investitori e gli asset manager solitamente combinano varie strategie rendendo difficile l'individuazione delle singole strategie utilizzate. La metodologia Eurosif e GSIA, prevede che i partecipanti all'indagine forniscano dati su tutte le strategie SRI utilizzate senza considerare le eventuali sovrapposizioni. Per un fondo che combina due o più strategie SRI, le strategie combinate saranno contate singolarmente nelle rispettive categorie, ma solamente una volta nella somma finale. In Europa, dove gli investimenti sostenibili sono già da tempo praticati e accettati, ci sono segni di maturazione del mercato. Dal 2016 al 2018, gli asset destinati a investimenti sostenibili sono cresciuti a ritmi modesti, non comparabili a quelli dell'universo complessivo degli asset gestiti in Europa.

## EVOLUZIONE STRATEGIE SRI 2014-2018



|           | Screening negativo/esclusorio | Integrazione ESG | Corporate engagement e azione degli shareholder | Screening normativo | Screening positivo/best-in-class | Investimenti a tema sostenibile | Impact investing |
|-----------|-------------------------------|------------------|---|---------------------|----------------------------------|---------------------------------|------------------|
| ■ 2018 Bn | €9.464,49                     | €4.239,93        | €4.857,55                                       | €3.147,98           | €585,73                          | €148,84                         | €108,58          |
| ■ 2016 Bn | €10.150,60                    | €2.646,35        | €4.270,05                                       | €5.087,77           | €493,38                          | €145,25                         | €98,33           |
| ■ 2014 Bn | €6.853,96                     | €1.900,04        | €3.275,93                                       | €3.633,80           | €353,55                          | €58,96                          | €20,27           |

Fonte: rielaborazione dati GSIA, "Global Sustainable Investment Review 2016" - "Global Sustainable Investment Review 2018"

L'integrazione ESG in Europa è la strategia con maggior rapidità di crescita: tra il 2016 e il 2018 è cresciuta del 60% e vede migliorare il suo trend (già elevato) rispetto al biennio precedente. I trend positivi del biennio 2014-2016 sono stati per la maggior parte confermati dalle strategie SRI anche nel biennio successivo. La crescita è tuttavia in rallentamento soprattutto per gli investimenti a tema sostenibile e l'impact investing. Si assiste ad una riduzione degli asset coinvolti dallo screening esclusorio (-6,8%) e a un vero e proprio crollo di quelli basati sullo screening normativo (-38,1%) che annulla la crescita del biennio precedente.

| Strategia                                       | Crescita 2014-2016 | Crescita 2016-2018 |
|---|--------------------|--------------------|
| Screening negativo/esclusorio                   | +48%               | -6.8%              |
| Integrazione ESG                                | +39%               | +60.2%             |
| Corporate engagement e azione degli shareholder | +30%               | +13.8%             |
| Screening normativo                             | +40%               | -38.1%             |
| Screening positivo/best-in-class                | +40%               | +18.7%             |
| Investimenti a tema sostenibile                 | +146%              | +2.5%              |
| Impact investing                                | +385%              | +10.4%             |
| TOT   | +12%               | +11.4%             |

Fonte: rielaborazione dati GSIA, "Global Sustainable Investment Review 2016" - "Global Sustainable Investment Review 2018"

Sono necessarie alcune precisazioni circa la strategia "Integrazione ESG". L'integrazione delle considerazioni ESG nella strategia di investimento è infatti vista da vari osservatori come un modo semplice per integrare le considerazioni di sostenibilità nella selezione dei titoli. Essa potrebbe potenzialmente divenire fattore di aumento delle asimmetrie informative per gli investitori poichè semplifica molto un'industria che negli ultimi 10 anni è maturata e divenuta maggiormente complessa. A causa della mancanza di chiarezza circa i parametri governanti l'integrazione dei fattori ESG, risulta complesso quantificare l'effettiva comparabilità delle strategie sotto la stessa denominazione. Il lavoro dei policy maker europei nella definizione di chiare categorie di investimenti e in particolar modo la Tassonomia potrà portare finalmente chiarezza.

### 3.2 Qualche esempio

Come anticipato, gli asset e gli investment manager combinano varie strategie nei fondi da loro predisposti. A titolo esemplificativo, verranno analizzati i punti chiave delle politiche relative alle questioni di sostenibilità di tre importanti asset manager a livello europeo quali Credit Suisse Asset Management, BNP Paribas Asset Management e AXA Investment Manager.

#### Credit Suisse Asset Management

Entro la fine del 2020, Credit Suisse Asset Management applicherà le norme ESG a buona parte dei suoi fondi d'investimento azionari, obbligazionari e multi-asset a gestione attiva. La strategia di investimento sostenibile di Credit Suisse si compone principalmente di quattro elementi: lo screening negativo, l'integrazione ESG, l'active ownership (corporate engagement e shareholder action) e il reporting ESG.

Con lo screening negativo, imprese e settori che non soddisfano criteri ESG minimi vengono escluse/i. Le esclusioni possono essere basate su norme per le società con attività o prodotti in contrasto con le norme o gli standard internazionali (es. mine antiuomo) oppure su valori per le

società con attività o prodotti in contrasto a valori specifici, standard o principi etici (es. estrazione di carbone, sviluppo di armi). Può esservi anche un'esclusione geografica che riguarda i Paesi (e i loro titoli di Stato) non soddisfacenti determinati criteri di sostenibilità. Inoltre, per le società momentaneamente coinvolte in pratiche controverse (es. evasione fiscale) possono verificarsi esclusioni a breve termine dall'universo d'investimento.

L'integrazione ESG prevede che vengano incorporate attivamente, per ciò che concerne le strategie d'investimento sostenibile, le analisi di sostenibilità nei processi di analisi finanziaria e di costruzione del portafoglio. L'approccio sistematico all'integrazione ESG nei processi d'investimento varia a seconda della classe di attività e delle caratteristiche previste per la rispettiva strategia d'investimento. Dato il potenziale informativo relativo alle opportunità e ai rischi di una decisione d'investimento degli indicatori ESG materiali, un peso maggiore è attribuito ai criteri ESG che nel lungo termine potrebbero incidere positivamente sui rendimenti degli investimenti corretti per il rischio (es. spinta innovativa dell'impresa).

A livello di active ownership Credit Suisse AM ha come obiettivo il mantenimento e l'incremento del valore delle società in cui ha investito. L'influenza sulle imprese si sostanzia nel voto per delega, ovvero l'esercizio fiduciario dei diritti di voto nelle assemblee generali, e nell'engagement, vale a dire un dialogo costante con le imprese sui temi della sostenibilità. Indipendentemente dalle differenze regionali e culturali insite nelle pratiche aziendali, la verifica della governance si basa su cinque criteri standard: composizione e indipendenza del consiglio di amministrazione; direzione e comitato esecutivo; compensi (sistema e importo); ambiente e aspetti sociali; aspetti generali della corporate governance. Il reporting ESG mira a tenere aggiornati i clienti sull'allineamento dei loro portafogli ai criteri ESG mostrando anche i vantaggi che ne derivano. Ogni mese i principali indicatori della performance ESG sono pubblicati su un factsheet che fornisce un rating ESG sia per le dieci posizioni top che per l'intero portafoglio. I risultati sono presentati in relazione ai singoli temi ESG. Nel factsheet sono fornite al cliente anche l'identificazione dei settori critici in cui il portafoglio investe e la quantificazione dell'esposizione delle dieci posizioni top nei confronti di attività controverse.

### BNP Paribas Asset Management

Nell'ambito della prospettiva lungimirante di BNP Paribas AM, la realizzazione delle "3E" (transizione all'energia pulita, sostenibilità ambientale e uguaglianza) è ritenuta un presupposto critico per un sistema economico più sostenibile e inclusivo. A tal fine, una serie di target è stata stabilita e sono stati sviluppati degli indicatori chiave di performance (KPI). La politica di sostenibilità di BNP Paribas Asset Management ha come cardini, oltre che tale

prospettiva lungimirante, l'integrazione ESG, la stewardship, lo screening esclusorio e l'investimento di impatto, tematico e socialmente responsabile.

L'integrazione dei fattori ESG operata da analisti e portfolio managers concerne la valutazione di imprese, asset e debiti sovrani e i processi di decision-making degli investimenti. Tale integrazione permette l'identificazione e la valutazione di aree di rischio o opportunità potenzialmente non comprese da tutti i partecipanti al mercato e che quindi potrebbero essere fonte di vantaggio relativo. Entro la fine del 2020, BNP ha come obiettivo la revisione e l'approvazione da parte di apposita commissione di ogni processo e strategia di investimento relativamente alla conformità rispetto alle linee guida di Integrazione ESG.

La stewardship attiva svolta da BNP AM consiste in precise linee guida per il proxy-voting su una gamma di questioni ESG e in un engagement significativo e regolare con gli emittenti che migliora il processo di investimento enfatizzando la creazione di valore di lungo termine e che permette di gestire con successo il rischio di lungo termine per i clienti.

BNP AM si aspetta che le società in cui investe rispettino gli obblighi fondamentali nell'area dei diritti umani e del lavoro, di protezione ambientale e delle misure anti-corruzione. Qualora le imprese siano al di sotto dei livelli minimi dialoga con esse ed esclude le peggiori. Le politiche di settore adottate definiscono le condizioni per investire in settori particolari e guidano i requisiti di screening e partecipazione per impedire danni sociali o ambientali (es. olio di palma). Un altro set di politiche è focalizzato sull'impegno all'esclusione di particolari settori o attività (es. tabacco, armi controverse, amianto) ritenuti/e in violazione di norme internazionali o che comportino danni inaccettabili alla società o all'ambiente non controbilanciati da sufficienti benefici.

Attraverso l'impact investing diretto, BNP AM ha allocato circa € 100 milioni a piccole e medie imprese non quotate che creano valore economico e al contempo danno un contributo diretto sociale e ambientale. Ambisce a continuare lo sviluppo di strategie tematiche innovative che permettano ai clienti di fare investimenti con un impatto misurabile. La gamma di fondi tematici disposti (€ 7.7 miliardi in asset gestiti al 31 Dicembre 2018) aiuta i clienti a perseguire particolari opportunità per investimenti sostenibili più mirati permettendo di inserirsi in trend specifici o di aumentare l'esposizione del portafoglio rispetto particolari Obiettivi di Sviluppo Sostenibile ONU. BNP dispone anche di una gamma di fondi di investimento SRI comprendenti le compagnie più sostenibili di ogni settore. Questi fondi combinano le varie strategie di investimento sostenibile riflettendo inoltre una metodologia best-in-class e incorporando una varietà di esclusioni di industrie oltre quelle operate nella gamma complessiva dei fondi (es. alcool).

## **Axa Investment Managers**

Similarmente alle policy degli altri due asset manager, la policy di investimento responsabile di AXA IM si basa su: integrazione ESG, allineamento del portafoglio relativamente a questioni climatiche, esclusioni ed investimenti ESG sensibili, investimenti green e finanziamento della transizione, investimenti di impatto e stewardship attiva.

Per quanto riguarda l'integrazione ESG, nella fase decisionale relativa all'esposizione ESG del portafoglio vengono combinate analisi quantitative (con utilizzo di KPI) e qualitative. I punteggi ESG si basano su analisi e report ESG qualitativi direttamente svolti da AXA e su informazioni fornite da autorevoli fonti esterne. Una metodologia proprietaria è stata disposta per computare i punteggi ESG per le classi di asset principali (emittenti di azioni, di debito societario, di debito sovrano e asset reali). Per le altre classi di asset, la valutazione ESG si basa largamente sui risultati dei questionari compilati dagli emittenti. AXA adotta una politica di minimo standard ESG basata sui punteggi e sulle controversie escludendo le imprese con performance ESG ridotte/con alte controversie dal portafoglio. Per porre rimedio alla possibilità che un basso punteggio ESG non rifletta la consueta situazione ESG di un emittente in quanto dovuto a particolari circostanze viene utilizzato un approccio "comply or explain".

Relativamente al contrasto al cambiamento climatico, stanno sviluppando le loro metodologie e metriche affinché sia misurato l'impatto sul clima e soprattutto il contributo agli obiettivi di COP21 per limitare il riscaldamento globale degli investimenti. In seguito alla quantificazione dell'impatto degli investimenti sul cambiamento climatico, è possibile la cessione di parti di portafoglio o l'esclusione di interi settori per perseguire obiettivi legati al clima.

Per quanto concerne attività e prodotti potenzialmente incompatibili con gli obiettivi di sostenibilità di lungo termine e quindi dannosi per brand e reputazione, AXA ha sviluppato specifiche linee guida settoriali e restrizioni per determinate attività (es. estrazione di carbone e petrolio, produzione di tabacco, olio di palma e di armi controverse).

Le restrizioni agli investimenti sono basate su blacklist settoriali e si applicano su base nominativa dell'impresa. A seconda dello strumento finanziario e del settore di riferimento, potrebbero essere impediti nuovi investimenti o potrebbe essere richiesta la cessione immediata dell'esposizione rilevante.

AXA regolarmente fissa un obiettivo di investimento green per aumentare l'allocazione a tali asset. La selezione di investimenti green si basa su analisi proprietarie e include varie classi di asset come i green bond e gli investimenti in infrastrutture, immobiliari e di impatto. Alcuni asset sono etichettati come "green" da agenzie esterne, i restanti ricevono tale etichetta secondo definizioni proprietarie che sono in linea con il generale approccio del mercato. AXA persegue attivamente il finanziamento della transizione verso un'economia low carbon

impegnandosi con finanziamenti alle imprese che adottino modelli di business che riducano le emissioni di carbonio.

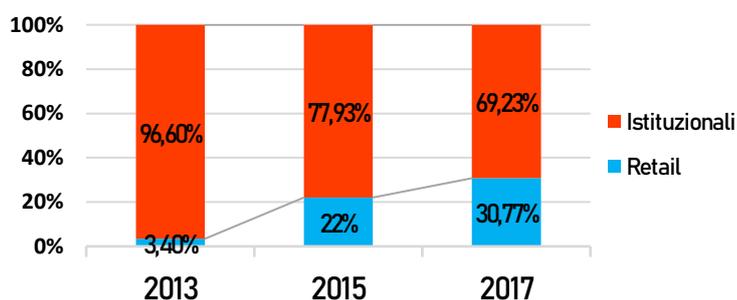
L'asset manager inoltre alloca capitale per gli investimenti di impatto allineati agli SDG dell'ONU. Essi generano effetti positivi, intenzionali, misurabili e sostenibili sulla società realizzando contemporaneamente ritorni finanziari.

Come shareholder e bondholder, AXA si relaziona con il management delle imprese in cui investe per incoraggiare alti standard di corporate governance così come la gestione ottimale di rischi ambientali e sociali. Le votazioni alle Assemblee Generali sono fatte in favore di questioni relative ad ambiente, clima, società e governance, incoraggiando la disclosure circa la sostenibilità. Sebbene si aspetti che le imprese in cui investe aderiscano ai principi di best practice, riconosce che scostamenti da tali principi potrebbero essere giustificati in certe circostanze fornendo adeguate spiegazioni.

## Conclusioni

Gli asset manager avevano adottato meccanismi per l'integrazione delle considerazioni ESG nei processi di investimento ancor prima che tutti i tasselli per la transizione verso un'economia sostenibile fossero disposti a livello normativo comunitario. I dati precedentemente presentati tengono ancora marginalmente conto delle iniziative UE: per poter ammirare e valutare il loro effetto sarà necessario attendere la fine del biennio corrente e, soprattutto di quello successivo.

### Ripartizione asset SRI per tipo di investitore 2013-2017



Fonte: Eurosif, European SRI Study 2018

Indipendentemente dalle iniziative a livello europeo, nel corso degli anni è cresciuto l'interesse da parte degli investitori individuali sul tema ESG e degli investimenti SRI. Dal 2013 al 2017 c'è stato un incremento della domanda nel settore retail di più dell'800%.

Per molte persone in Europa, la sostenibilità già ricopre un ruolo centrale. La conoscenza sta crescendo e la volontà degli investitori di ottenere più informazioni circa gli investimenti sostenibili e includerli nel loro portfolio è molto in evidenza (tranne che nei Paesi Bassi).

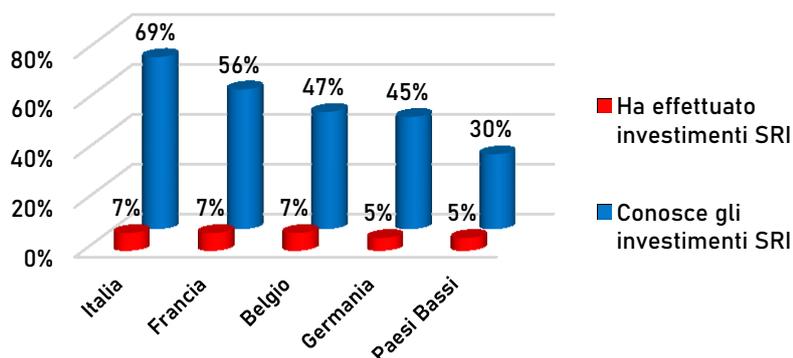
### Confronto europeo della conoscenza degli SRI

|             | 2017 | 2018 | TREND |
|-------------|------|------|-------|
| Italia      | 60%  | 69%  | ↑     |
| Francia     | 47%  | 56%  | ↑     |
| Belgio      | 34%  | 47%  | ↑     |
| Germania    | 37%  | 45%  | ↑     |
| Paesi Bassi | 47%  | 30%  | ↓     |

Fonte: BNP Paribas AM, "ATTITUDES TOWARDS SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT IN EUROPE", 2019

Allo stesso tempo, il numero attuale di investimenti sostenibili detenuti in Europa è in crescita, ma a ritmi modesti. L'apertura di base e la conoscenza degli investitori non porta effettivamente a un investimento come dimostra il raffronto grafico.

## Confronto livello di conoscenza/investimento effettivo SRI



Fonte: BNP Paribas AM, "ATTITUDES TOWARDS SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT IN EUROPE", 2019

Questo gap è dovuto al fatto che gli investitori vogliono ricevere informazioni più professionali e approfondite circa gli SRI preferibilmente dai loro consulenti bancari/finanziari e al fatto che essi vogliono essere sicuri della credibilità, della sicurezza e della redditività degli investimenti sostenibili.

Come si può vedere in tabella, in media solo un quarto dei consulenti bancari e finanziari ha proposto di investire in SRI ai propri clienti.



Fonte: BNP Paribas AM, "ATTITUDES TOWARDS SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT IN EUROPE", 2019

La mancanza di raccomandazione e le lacune informative alimentano la convinzione che tale genere di investimenti non abbia rendimenti all'altezza degli investimenti tradizionali. Tale convinzione è parecchio diffusa: a livello europeo, in media tre quarti degli investitori privati non è convinto della bontà dei rendimenti degli SRI.



Fonte: BNP Paribas AM, "ATTITUDES TOWARDS SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT IN EUROPE", 2019

Sebbene la dimostrazione dell'erroneità di tale convinzione non sia il fine ultimo del presente elaborato, per averne indizio basti osservare i rendimenti dei titoli facenti parte dell'indice Stoxx® Europe 600 in funzione del loro rating ESG.

| Quartile rating ESG | Performance cumulata 2012-2017 | Performance media annuale 2012-2017 | Deviazione standard annuale della performance |
|---------------------|--------------------------------|-------------------------------------|---|
| Basso               | +70,9%                         | +11,3%                              | 11,36%  |
| Medio               | +80,5%                         | +12,5%                              | 11,22%  |
| Alto                | +86,1%                         | +13,2%                              | 11,19%  |

I titoli con punteggio ESG più elevato mostrano un rendimento superiore e volatilità lievemente inferiore rispetto agli altri.

Fonte: quaderno di ricerca "La relazione fra rating ESG e performance di mercato: uno studio sui titoli dell'indice Stoxx® Europe 600"

Le prospettive di crescita per gli investimenti SRI sarebbero immense se gli investitori aperti a tali investimenti fossero forniti di informazioni appropriate, consulenza approfondita e dati chiari circa la sicurezza e i rendimenti potenziali degli SRI. Le iniziative a livello europeo mirano esattamente a tale obiettivo accrescendo chiarezza e oggettività in materia di finanza sostenibile. E' da tenere presente che molte delle proposte presentate sono ancora a livello di bozza/proposta: sarà necessario quindi ulteriore lavoro per renderle norme/direttive/regolamenti adottati a tutti gli effetti nell'UE.

A conclusione, una breve cronologia degli interventi normativi e tecnici che hanno avuto luogo dal 2018.

## LE PROPOSTE

24 maggio 2018

1. **Proposta** di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili
2. **Proposta** di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della direttiva (UE) 2016/2341
3. **Proposta** di Regolamento recante modifica al Regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio
4. **Bozza** del Regolamento Delegato recante modifica al Regolamento Delegato (UE) 2017/565 di attuazione di MiFID II

## REVISIONE DI MiFID II

19 dicembre 2018

ESMA ha **pubblicato** il suo Consultation Paper sull'integrazione dei rischi e fattori di sostenibilità in MiFID II  
→ fino al 19 febbraio 2019

30 aprile 2019

ESMA ha **pubblicato** il suo Technical Advice sull'integrazione dei rischi e fattori di sostenibilità in MiFID II

17 febbraio 2020

La Commissione Europea ha aperto una consultazione sull'eventualità di una riforma di MiFID II su vari aspetti  
→ fino al 20 aprile 2020

Luglio 2020

Dovrebbe concludersi l'iter per la **presentazione** della revisione di MiFID II

## LA TASSONOMIA

Dicembre 2018

Il TEG ha pubblicato un early feedback report con richiesta di feedback entro il 9 gennaio 2019

18 giugno 2019

Il TEG ha pubblicato una prima versione del suo technical report

Dicembre 2019

Accordo sulla Tassonomia raggiunto tra Commissione, Parlamento e Consiglio europei con l'approvazione della Taxonomy Regulation da parte del Consiglio

9 marzo 2020

Il TEG ha pubblicato il report finale sulla Tassonomia UE (e i suoi allegati)

15 aprile 2020

Posizione del Consiglio in prima lettura per l'adozione del Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e l'emendamento del Regolamento (UE) 2019/2088  
→ Manca ancora la posizione del Parlamento europeo in seconda lettura

Settembre-  
Ottobre 2020

Costituzione da parte della Commissione UE della "platform on sustainable finance" per redazione atti delegati

Dicembre 2020

Pubblicazione atti delegati

→ **Pubblicazione** tassonomia per la mitigazione dei cambiamenti climatici e l'adattamento ai medesimi **nella Gazzetta ufficiale e entrata in vigore previste per fine 2020 e piena applicazione entro fine 2021**

→ Per gli altri quattro obiettivi, tassonomia **stabilita entro fine 2021 e applicazione entro fine 2022**

## LA DISCLOSURE

Giugno 2019

La Commissione Europea ha aggiornato le linee guida non vincolanti sulla comunicazione agli investitori delle informazioni sul cambiamento climatico da parte delle imprese

9 dicembre 2019

Viene **pubblicato** il Regolamento (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, che stabilisce norme armonizzate sulla trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari  
→ **si applica a decorrere dal 10 marzo 2021**

## ALTRI RISULTATI DEL TEG

### EU Green Bond Standard

6 marzo 2019

Il TEG ha **pubblicato** un interim report con richiesta di feedback circa la proposta per uno standard europeo per i green bond

18 giugno 2019

Il TEG ha **pubblicato** il suo **report finale** sul Green Bond Standard

9 marzo 2020

Il TEG ha **pubblicato** una guida di utilizzo di tale standard

Marzo-Maggio  
2020

Nel contesto della consultazione pubblica sulla rinnovata strategia sulla finanza sostenibile, la Commissione Europea **valuterà un'iniziativa legislativa** sul Green Bond Standard UE

### Benchmark climatici e disclosure per i benchmark

18 giugno 2019

Il TEG ha **pubblicato** un interim report sui benchmark climatici e sulla disclosure relativa ai fattori ESG per tutti i benchmark richiedendo feedback entro 6 settimane

30 settembre 2019

Il TEG ha **pubblicato** la **versione finale del report**

20 dicembre 2019

Il TEG **ha pubblicato** una guida sui benchmark climatici e sulla disclosure relativa ai fattori ESG per tutti i benchmark

→ La Commissione Europea **svilupperà atti delegati** considerando il report TEG e successivamente condurrà una consultazione formale di 4 settimane relativa ad essi

## Bibliografia

Assogestioni, 11 Settembre 2019. “Verso un’economia sostenibile”

Disponibile su <https://www.assogestioni.it/articolo/verso-uneconomia-piu-sostenibile> [Data di accesso: 15/05/2020]

AXA Investment Managers, Marzo 2020. “AXA Group Responsible Investment Policy”

BNP Paribas Asset Management, Marzo 2019. “Global Sustainability Strategy”

BNP Paribas Asset Management, Luglio 2019. “Attitudes towards Socially Responsible Investment in Europe”

Borsa Italiana, Glossario finanziario.

Disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario.html> [Data di accesso: 22/05/2020]

Credit Suisse Asset Management, Ottobre 2019. “Sustainable Investing. Approccio olistico all’integrazione dei criteri ESG”

Consob, 12 marzo 2020. “Richiamo di attenzione n. 1/20 del 12 Marzo 2020. Oggetto: Prestazione di servizi di investimento e questioni ESG”

D'ANGERIO, V., 2019. Risparmio, la sostenibilità in portafoglio migliora le performance. Il Sole 24 Ore

Dipartimento di Ingegneria Gestionale del Politecnico di Milano Matteo Bonaventura – Banor SIM, 2018. “La relazione fra rating ESG e performance di mercato: uno studio sui titoli dell’indice Stoxx® Europe 600”. Quaderno di ricerca a cura di Giancarlo Giudici

Direttiva Delegata (UE) 2017/593 della Commissione del 7 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di governance dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari

ESMA35-43-620 IT, 5 Febbraio 2018. Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II

ESMA35-43-1163 IT, 6 Novembre 2018. Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II

ESMA35-43-1210, 19 Dicembre 2018. Consultation Paper on integrating sustainability risks and factors in MiFID II

ESMA35-43-1737, 30 Aprile 2019. Final Report ESMA’s technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II

Eurosif, 2019. European SRI Study 2018

Global Sustainable Investment Alliance, 2017. Global Sustainable Investment Review 2016

Global Sustainable Investment Alliance, 2019. Global Sustainable Investment Review 2018

Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, COM(2018) 97, finale.

PwC, 2019. “Finanza Sostenibile: L’evoluzione del quadro normativo europeo per favorire la transizione alla green economy e gli impatti per gli Intermediari Finanziari”

Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili, COM(2018) 353, finale.

Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio sull’informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della direttiva (UE) 2016/2341, COM(2018) 354, finale.

Pubblicazioni Commissione europea, ultimo aggiornamento 27 aprile 2020. “Technical expert group on sustainable finance (TEG)”

Disponibile su: [https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group\\_it](https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group_it), [Data di accesso: 01/06/2020]

Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio, COM(2018) 355, finale.

Regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2016 sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento e recante modifica delle direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE e del regolamento (UE) n. 596/2014

Regolamento Delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva

Regolamento (UE) 2019/2088 Del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari

TEG, Marzo 2020. “Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance”

TEG, Marzo 2020. “Taxonomy: Final report Annexes - Updated methodology & Updated Technical Screening Criteria”

TEG, 30 Ottobre 2018. “Frequently Asked Questions”

United Nations Climate Change, “The Paris Agreement”

Disponibile su <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement> [Data di accesso: 23/05/2020]