

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

LUGLIO/SETTEMBRE

2022

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO⁺

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, GABRIELLA CAZZETTA, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

La gestione collettiva del risparmio davanti alla sfida della sostenibilità tra ambiguità normative e difficoltà applicative

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Le nuove norme del Regolamento *Taxonomy* e del *SFDR* e il loro impatto sul settore dei fondi di investimento. – 3. Dalla consultazione alla proposta di modifica della *AIFMD*. – 4. Le nuove norme del Regolamento Delegato 2021/1255 e della Direttiva Delegata 2021/1270. – 5. Le criticità interpretative e di implementazione derivanti dall'adozione delle nuove norme. – 5.1. L'assenza e/o la carenza di dati attendibili in materia di sostenibilità. – 5.2. La carenza di risorse umane con competenze in tema di sostenibilità nel contesto degli investimenti. – 5.3. Le incertezze interpretative circa la distinzione tra fondi *ex art. 8 SFDR*, fondi *ex art. 9 SFDR* e altri fondi. – 5.4. Divergenze normative tra stati membri e *gold-plating rules* – 6. Conclusioni.

1. Introduzione

Nel Piano d'Azione per Finanziare la Crescita Sostenibile (c.d. *Sustainable Finance Action Plan*, o, in breve, *SFAP*), pubblicato nel marzo 2018, la Commissione Europea ha elencato e descritto una serie di azioni finalizzate a indirizzare gradualmente l'economia europea, e con essa, più in generale, la società europea, verso la sostenibilità.¹ Nell'ottica della Commissione, la transizione verso la sostenibilità può, però, avvenire solo attraverso il supporto del sistema finanziario; così, muovendo dall'Accordo sul Clima di Parigi² e dalla c.d. *United Nations*

¹ Commissione Europea, 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 - *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, Bruxelles, 8.3.2018 COM(2018) 97 final.

² United Nations, *Paris Agreement 2015*, reperibile al sito internet <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>; l'accordo di Parigi, firmato nel dicembre del 2015 da 195 paesi, costituisce il primo accordo universale sul clima per adattare e rafforzare la resilienza ai cambiamenti climatici e per limitare il riscaldamento climatico a un valore ben inferiore a 2°C.

2030 Agenda,³ il SFAP individua la strategia da attuare per rendere il sistema finanziario europeo sostenibile.⁴

L'approccio della Commissione è giustificato dalla consapevolezza che per la trasformazione sostenibile dell'economia e della società europee sono necessarie risorse economiche così ingenti che la loro efficace mobilitazione può avere luogo solo attraverso l'impulso proattivo del sistema finanziario, al quale, quindi, viene richiesto di integrare, in molteplici forme, il concetto di sostenibilità nella propria operatività. Al riguardo, in linea con gli artt. 3 paragrafo 3⁵ e 21 del Trattato dell'Unione Europea,⁶ il concetto di sostenibilità che

³ United Nations, *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development* - Resolution adopted by the General Assembly on 25 September 2015, reperibile al sito <https://sdgs.un.org/2030agenda>, dove si sottolinea che *'This Agenda is a plan of action for people, planet and prosperity. It also seeks to strengthen universal peace in larger freedom. We recognise that eradicating poverty in all its forms and dimensions, including extreme poverty, is the greatest global challenge and an indispensable requirement for sustainable development. All countries and all stakeholders, acting in collaborative partnership, will implement this plan. We are resolved to free the human race from the tyranny of poverty and want and to heal and secure our planet. We are determined to take the bold and transformative steps which are urgently needed to shift the world onto a sustainable and resilient path. As we embark on this collective journey, we pledge that no one will be left behind. The 17 Sustainable Development Goals and 169 targets which we are announcing today demonstrate the scale and ambition of this new universal Agenda. They seek to build on the Millennium Development Goals and complete what these did not achieve. They seek to realize the human rights of all and to achieve gender equality and the empowerment of all women and girls. They are integrated and indivisible and balance the three dimensions of sustainable development: the economic, social and environmental'*.

⁴ Commissione Europea, 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 - *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit., *passim*.

⁵ L'art. 3 paragrafo 3 del TEU prevede che 'L'Unione instaura un mercato interno. Si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente. Essa promuove il progresso scientifico e tecnologico.

L'Unione combatte l'esclusione sociale e le discriminazioni e promuove la giustizia e la protezione sociali, la parità tra donne e uomini, la solidarietà tra le generazioni e la tutela dei diritti del minore.

Essa promuove la coesione economica, sociale e territoriale, e la solidarietà tra gli Stati membri'.

Essa rispetta la ricchezza della sua diversità culturale e linguistica e vigila sulla salvaguardia e sullo sviluppo del patrimonio culturale europeo'.

⁶ L'art. 21 del TEU prevede, al primo comma, che 'L'azione dell'Unione sulla scena internazionale si fonda sui principi che ne hanno informato la creazione, lo sviluppo e l'allargamento e che essa si prefigge di promuovere nel resto del mondo: democrazia, Stato di

assume rilievo nell'ottica della Commissione Europea ha tanto una dimensione ambientale quanto una dimensione sociale, mostrando per tal via l'intrinseca connessione che sussiste tra le stesse. In altri termini, la sostenibilità ambientale necessita della sostenibilità sociale e viceversa e, pertanto, le iniziative legislative di attuazione del *SFAP* devono tenere unite le due dimensioni in parola. Il duplice obiettivo perseguito dal *SFAP* è, da un lato, quello di fare in modo che il sistema finanziario agevoli il raggiungimento di una crescita economica sostenibile ed inclusiva attraverso il finanziamento dei bisogni di lungo periodo della società, e, dall'altro lato, quello di mantenere la stabilità finanziaria mediante l'inclusione di fattori c.d.

diritto, universalità e indivisibilità dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, rispetto della dignità umana, principi di uguaglianza e di solidarietà e rispetto dei principi della Carta delle Nazioni Unite e del diritto internazionale. L'Unione si adopera per sviluppare relazioni e istituire partenariati con i paesi terzi e con le organizzazioni internazionali, regionali o mondiali, che condividono i principi di cui al primo comma. Essa promuove soluzioni multilaterali ai problemi comuni, in particolare nell'ambito delle Nazioni Unite'.

Il secondo comma stabilisce inoltre che 'L'Unione definisce e attua politiche comuni e azioni e opera per assicurare un elevato livello di cooperazione in tutti i settori delle relazioni internazionali al fine di: a) salvaguardare i suoi valori, i suoi interessi fondamentali, la sua sicurezza, la sua indipendenza e la sua integrità;

b) consolidare e sostenere la democrazia, lo Stato di diritto, i diritti dell'uomo e i principi del diritto internazionale;

c) preservare la pace, prevenire i conflitti e rafforzare la sicurezza internazionale, conformemente agli obiettivi e ai principi della Carta delle Nazioni Unite, nonché ai principi dell'Atto finale di Helsinki e agli obiettivi della Carta di Parigi, compresi quelli relativi alle frontiere esterne;

d) favorire lo sviluppo sostenibile dei paesi in via di sviluppo sul piano economico, sociale e ambientale, con l'obiettivo primo di eliminare la povertà;

e) incoraggiare l'integrazione di tutti i paesi nell'economia mondiale, anche attraverso la progressiva abolizione delle restrizioni agli scambi internazionali;

f) contribuire all'elaborazione di misure internazionali volte a preservare e migliorare la qualità dell'ambiente e la gestione sostenibile delle risorse naturali mondiali, al fine di assicurare lo sviluppo sostenibile;

g) aiutare le popolazioni, i paesi e le regioni colpiti da calamità naturali o provocate dall'uomo;

h) promuovere un sistema internazionale basato su una cooperazione multilaterale rafforzata e il buon governo mondiale'.

Il terzo comma infine dispone che 'nell'elaborazione e attuazione dell'azione esterna nei vari settori compresi nel presente titolo e nella parte quinta del trattato sul funzionamento dell'Unione europea e delle altre politiche nei loro aspetti esterni, l'Unione rispetta i principi e persegue gli obiettivi di cui ai paragrafi 1 e 2.

L'Unione assicura la coerenza tra i vari settori dell'azione esterna e tra questi e le altre politiche. Il Consiglio e la Commissione, assistiti dall'alto rappresentante dell'Unione per gli affari esteri e la politica di sicurezza, garantiscono tale coerenza e cooperano a questo fine'.

ESG (ossia fattori ambientali, sociali e di *governance* ovvero *environmental, social and governance factors*) nei processi decisionali concernenti gli investimenti.⁷

Per raggiungere questo duplice obiettivo il *SFAP* delinea una serie di raccomandazioni e di azioni suddivise in 3 macro-aree le quali hanno già in larga parte orientato e continueranno a orientare il processo legislativo di riforma del settore bancario e finanziario europeo. Tali 3 macro-aree fanno riferimento a: 1) (ri)orientare i flussi di capitali verso un'economia più sostenibile, 2) integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi, e, 3) promuovere la trasparenza e la visione di lungo termine.⁸

Al fine di (ri)orientare i flussi di capitali verso un'economia più sostenibile, la Commissione ha fornito una serie di raccomandazioni e indicato alcune azioni finalizzate alla loro attuazione da cui emerge l'importanza di: a) istituire un sistema unificato di classificazione delle attività economiche sostenibili (c.d. tassonomia o *taxonomy*) attraverso il quale identificare altresì investimenti c.d. sostenibili, ossia investimenti che finanziano le predette attività economiche, b) introdurre norme per identificare prodotti finanziari sostenibili (per esempio *green bonds*) sulla base di *standards* chiari e univoci in forza dei quali rilasciare apposite 'etichette di sostenibilità', c) promuovere investimenti in progetti sostenibili, d) includere considerazioni relative alla sostenibilità anche nella consulenza finanziaria, e) elaborare indici di riferimento in materia di sostenibilità.⁹

Per introdurre il concetto di sostenibilità nei processi di gestione dei rischi degli intermediari, la Commissione ha delineato le seguenti raccomandazioni con relative azioni di implementazione: a) inclusione

⁷ Sui c.d. fattori *ESG* si veda N. Eccles – S. Viviers, *The Origins and Meanings of Names Describing Investment Practices that Integrate a Consideration of ESG Issues in the Academic Literature*, in *Journal of Business Ethics*, 2011, 104, 389-402; E. Barman, *Doing Well by Doing Good: A Comparative Analysis of ESG Standards for Responsible Investment*, in *Strategic Management*, 2018, 38, 289-311; R. Rolli, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2021, *passim*; United Nations Global Compact, *Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world*, New York, United Nations Global Compact Office, 2004, *passim*.

⁸ Commissione Europea, 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 - *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit., *passim*.

⁹ *Id.*

del concetto di sostenibilità tanto nei *ratings* di credito degli emittenti quanto nella ricerca di mercato; b) precisazione dei doveri dei gestori di attività e degli investitori istituzionali in relazione al concetto di sostenibilità; c) ridefinizione della disciplina prudenziale applicata alle banche e alle imprese di assicurazione in base al concetto di sostenibilità.¹⁰

Infine, allo scopo di promuovere la trasparenza e favorire un approccio di lungo termine, la Commissione ha sottolineato altresì la rilevanza di: a) comunicazione e contabilità, e, b) incentivare una *corporate governance* sostenibile per fronteggiare il c.d. *short-termism* nei mercati dei capitali.¹¹

Per fornire ulteriore slancio alla transizione verso la sostenibilità, la Commissione Europea ha più recentemente adottato il c.d. *European Green Deal*¹² sulla cui base è stata elaborata nel 2021 la nuova strategia per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile.¹³

Alcune delle raccomandazioni e azioni identificate all'interno del *SFAP* e della nuova strategia per finanziare la transizione sono già state convertite in atti normativi, mentre altre sono ancora in fase di proposta

¹⁰ *Id.*

¹¹ *Id.*

¹² Si veda European Commission, *A European Green Deal - Striving to be the first climate-neutral continent*, reperibile al sito internet https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en. In punto la Commissione Europea ha rilevato che '*Climate change and environmental degradation are an existential threat to Europe and the world. To overcome these challenges, the European Green Deal will transform the EU into a modern, resource-efficient and competitive economy, ensuring: no net emissions of greenhouse gases by 2050, economic growth decoupled from resource use, no person and no place left behind. The European Green Deal is also our lifeline out of the COVID-19 pandemic. One third of the 1.8 trillion euro investments from the NextGenerationEU Recovery Plan, and the EU's seven-year budget will finance the European Green Deal*'.

¹³ Si veda European Commission, *Strategy for financing the transition to a sustainable economy*, 6 July 2021, reperibile al sito https://ec.europa.eu/info/publications/210706-sustainable-finance-strategy_it. La nuova strategia si focalizza su tre aspetti principali: '1. Strengthening the foundations for sustainable investment by creating an enabling framework, with appropriate tools and structures. Many financial and non-financial companies still focus excessively on short-term financial performance instead of their long-term development and sustainability-related challenges and opportunities ... 2. Increased opportunities to have a positive impact on sustainability for citizens, financial institutions and corporates. This second pillar aims at maximising the impact of the frameworks and tools in our arsenal in order to "finance green" ... 3. Climate and environmental risks will need to be fully managed and integrated into financial institutions and the financial system as a whole, while ensuring social risks are duly taken into account where relevant'.

o di analisi di impatto.¹⁴ Tra i provvedimenti legislativi più importanti già adottati vi sono: 1) il c.d. Regolamento *Taxonomy*,¹⁵ 2) il c.d. *Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)*,¹⁶ e, 3) il c.d. *Benchmark Regulation*.¹⁷ A questi si aggiunge la proposta di modifica della c.d. *Non-Financial Reporting Directive (NFDR)* finalizzata ad allargare il campo di applicazione dei relativi obblighi di *disclosure*.¹⁸

Con riguardo ai fondi di investimento e ai loro gestori assumono particolare rilevanza, inoltre, il Regolamento Delegato 2021/1255,¹⁹ che modifica il c.d. *AIFMR*²⁰ sui fondi di investimento alternativi e la Direttiva Delegata 2021/1270,²¹ che modifica la direttiva 2010/43/UE²² sui fondi di investimento c.d. *UCITS*.²³ In entrambi i casi, l'obiettivo è

¹⁴ Sulla nuova disciplina europea adottata in attuazione dello SFAP, si veda, *ex multis*, F. Capriglione, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 1, 241 ss.

¹⁵ Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088.

¹⁶ Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

¹⁷ Regolamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento.

¹⁸ Commissione Europea, Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità, Bruxelles, 21.4.2021 COM(2021) 189 final, 2021/0104 (COD).

¹⁹ Regolamento Delegato (UE) 2021/1255 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013 per quanto riguarda i rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui i gestori di fondi di investimento alternativi debbono tenere conto.

²⁰ *AIFMR* è l'acronimo di *Alternative Investment Fund Managers Regulation*, ossia il Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013.

²¹ Direttiva Delegata (UE) 2021/1270 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica la direttiva 2010/43/UE per quanto riguarda i rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui tenere conto per gli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM).

²² Direttiva 2010/43/UE della Commissione del 1° luglio 2010 recante modalità di esecuzione della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi, i conflitti di interesse, le regole di condotta, la gestione del rischio e il contenuto dell'accordo tra il depositario e la società di gestione.

²³ *UCITS* è l'acronimo inglese di *undertakings for the collective investment in transferable securities*; per una disamina dei fondi *UCITS* e delle differenze regolamentari tra questi ultimi e i c.d. fondi di investimento alternativi (*alternative investment funds*) sia permesso rinviare a

quello di fare in modo che i rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità vengano presi in considerazione anche dai gestori di fondi di investimento nella gestione di questi ultimi, così come già previsto dal *SFDR* in generale per tutti gli intermediari finanziari.²⁴ In tal senso, le previsioni del *SFDR* vengono ulteriormente specificate per trovare applicazione rispetto ai fondi di investimento e ai loro gestori.²⁵ Di contro, la proposta di modifica della c.d. *Alternative Investment Fund Managers Directive*²⁶ tratta solo incidentalmente il tema della sostenibilità,²⁷ nonostante il documento originariamente posto in consultazione contenesse un'intera sezione dedicata ai fattori c.d. *ESG*, che tuttavia è stata rimossa dalla bozza finale.²⁸

M. Bodellini, *Does it still make sense, from the E.U. perspective, to distinguish between UCITS and non-UCITS schemes?*, in *Capital Markets Law Journal*, 2016, 4, 528 – 539.

²⁴ Su rischi di sostenibilità e fattori di sostenibilità cfr. M. Siri - S. Zhu, *Will the Eu Commission Successfully Integrate Sustainability Risks and Factors in the Investor Protection Regime? A Research Agenda*, in *Sustainability*, 2019, 11, 6292.

²⁵ In punto il considerando 3 del Regolamento Delegato (UE) 2021/1255 prevede che ‘i GEFIA dovrebbero pertanto valutare non solo tutti i pertinenti rischi finanziari su base continuativa, ma anche tutti i pertinenti rischi di sostenibilità di cui al regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio che, laddove si verificano, potrebbero causare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore di un investimento. Il regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione non fa esplicito riferimento ai rischi di sostenibilità. Per tale motivo e per garantire che le procedure interne e le modalità organizzative siano attuate correttamente e rispettate, è necessario chiarire che i processi, i sistemi e i controlli interni dei GEFIA riflettono i rischi di sostenibilità e che per analizzare tali rischi sono necessarie capacità e conoscenze tecniche’. Il successivo considerando 4 aggiunge che ‘a norma del regolamento (UE) 2019/2088 i GEFIA che, per obbligo o per scelta, prendono in considerazione i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità sono tenuti a comunicare le loro politiche di dovuta diligenza riguardanti tali effetti. Al fine di garantire la coerenza tra il regolamento delegato (UE) 2019/2088 e il regolamento delegato (UE) n. 231/2013, tale obbligo dovrebbe riflettersi nel regolamento (UE) n. 231/2013’. I considerando 3 e 6 della Direttiva Delegata 2021/1270 ribadiscono i medesimi principi con riguardo ai fondi UCITS e ai loro gestori.

²⁶ Direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010.

²⁷ Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2011/61/UE e 2009/65/CE per quanto riguarda gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni a fini di vigilanza, la fornitura dei servizi di custodia e di depositario e la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi.

²⁸ European Commission, Consultation Document Public Consultation on the Review of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), reperibile al sito internet https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/2020-aifmd-review-consultation-document_en.pdf.

Tutte le misure richiamate hanno, dunque, un impatto significativo anche sul settore della gestione collettiva del risparmio, interessando, direttamente o indirettamente, tanto i fondi comuni di investimento quanto i loro gestori. Cionondimeno, vale la pena notare che oltre alla complessità delle nuove norme e alle relative difficoltà di applicazione, permangono una serie di criticità che potrebbero ostacolare il completamento, nonché la corretta implementazione, dell'ambizioso progetto della Commissione Europea di rendere l'economia e la società europee sostenibili attraverso il ruolo propulsivo del sistema finanziario.

Con riguardo al settore dei fondi di investimento le principali criticità riguardano l'assenza e/o l'insufficienza di dati attendibili in materia di sostenibilità, la carenza di risorse umane con competenze in tema di sostenibilità nel contesto degli investimenti, incertezze interpretative circa la distinzione tra fondi *ex art. 8 SFDR*, fondi *ex art. 9 SFDR* e altri fondi nonché alcune significative divergenze normative tra stati membri. Tali criticità vengono di seguito analizzate e considerate insieme ad alcune proposte per cercare di risolvere i relativi problemi di attuazione e applicazione del nuovo quadro normativo.

2. Le nuove norme del Regolamento Taxonomy e del SFDR e il loro impatto sul settore dei fondi di investimento

Come noto, il Regolamento *Taxonomy* rappresenta l'intervento normativo più importante e per certi versi più innovativo in materia di finanza sostenibile.²⁹ Il Regolamento ha introdotto una serie di definizioni e di concetti chiave sulla base dei quali è stato creato un sistema di classificazione, che si regge su fondamenta scientifiche, e, grazie al quale è ora possibile distinguere tra attività economiche ecosostenibili e altre attività economiche.³⁰ Le attività economiche ecosostenibili sono quelle che presentano le caratteristiche individuate dal Regolamento *Taxonomy* e che inoltre rispettano gli stringenti requisiti di sostenibilità ambientale definiti nei Regolamenti Delegati

²⁹ Sul Regolamento *Taxonomy* si veda C. Gortsos, *The Taxonomy Regulation: More Important Than Just as an Element of the Capital Markets Union*, European Banking Institute Working Paper Series 2020 n. 80, *passim*.

³⁰ Cfr. F. Schütze - J. Stede, *The EU sustainable finance taxonomy and its contribution to climate neutrality*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2021, 2, *passim*.

della Commissione Europea attraverso i c.d. *technical screening criteria* (TSC).³¹ Più nel dettaglio, queste ultime devono contribuire in modo sostanziale al raggiungimento di (almeno) un obiettivo ambientale, senza arrecare un danno significativo agli altri obiettivi ambientali individuati nel Regolamento *Taxonomy* e rispettando una serie di garanzie minime in ambito sociale.³² Il concetto di contributo sostanziale al raggiungimento di un obiettivo ambientale viene poi declinato attraverso una serie dettagliata di *standards* e di indicatori quantitativi, i c.d. TSC, introdotti attraverso i menzionati Regolamenti Delegati della Commissione.³³ Il medesimo approccio quantitativo è utilizzato anche per l'identificazione di ciò che costituisce un danno significativo agli altri obiettivi ambientali, ossia il c.d. *'do not significant harm principle'*.³⁴ Gli obiettivi ambientali individuati dal Regolamento *Taxonomy* a loro volta sono: a) la mitigazione dei cambiamenti climatici; b) l'adattamento ai cambiamenti climatici; c) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; d) la transizione verso un'economia circolare; e) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.³⁵

³¹ Il primo Regolamento Delegato adottato dalla Commissione è stato il Regolamento Delegato (UE) 2021/2139 della Commissione del 4 giugno 2021 che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale.

³² In particolare, l'art. 3 del Regolamento *Taxonomy* prevede che un'attività economica è qualificata come ecosostenibile se in aggiunta agli altri requisiti la stessa è svolta nel rispetto di garanzie minime di salvaguardia, le quali sono descritte al successivo art. 18 del Regolamento. In punto, l'art. 18 dispone che tali garanzie minime sono procedure attuate da un'impresa che svolge un'attività economica al fine di garantire che sia in linea con le linee guida OCSE destinate alle imprese multinazionali e con i Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani, inclusi i principi e i diritti stabiliti dalle otto convenzioni fondamentali individuate nella dichiarazione dell'Organizzazione internazionale del lavoro sui principi e i diritti fondamentali nel lavoro e dalla Carta internazionale dei diritti dell'uomo.

³³ Con riguardo alla mitigazione dei cambiamenti climatici e all'adattamento ai cambiamenti climatici, tali standards e indicatori quantitativi sono dettati dal Regolamento Delegato (UE) 2021/2139 della Commissione del 4 giugno 2021.

³⁴ Sul c.d. *'do not significant harm principle'* sia consentito rinviare a M. Bodellini – D. Singh, *Sustainability and finance: utopian oxymoron or achievable companionship?*, in *L. & Econ Year. Rev.*, 2021, 1, *passim*.

³⁵ Tali obiettivi ambientali sono elencati all'art. 9 del Regolamento *Taxonomy* per poi essere meglio identificati agli artt. 10 e seguenti.

Alle attività economiche ecosostenibili vengono parificate le c.d. attività abilitanti³⁶ e le c.d. attività di transizione,³⁷ con l'effetto per cui anche gli investimenti che finanziano queste ultime vengono qualificati come sostenibili.³⁸

L'importanza del sistema classificatorio introdotto dal Regolamento *Taxonomy* risiede, in particolare, nel fatto che gli investimenti che finanziano attività economiche ecosostenibili sono parimenti considerati sostenibili.³⁹ Sul presupposto per cui vi è un crescente interesse tra gli investitori, tanto istituzionali quanto *retail*, verso investimenti qualificati come sostenibili è verosimile aspettarsi che le imprese che esercitano quelle attività economiche che rispettano i requisiti del Regolamento e che di conseguenza sono classificate come ecosostenibili avranno nel futuro prossimo accesso a maggiori canali di finanziamento.⁴⁰

Dalla prospettiva degli investitori, inoltre, questo approccio legislativo è considerato in grado di fornire maggiore chiarezza, atteso che in base a tale sistema di classificazione verranno successivamente creati prodotti finanziari 'etichettati' come ecosostenibili; tali prodotti sono all'evidenza quelli i cui investimenti sottostanti finanziano attività

³⁶ Ai sensi dell'art. 16 del Regolamento *Taxonomy*, le attività abilitanti sono quelle che consentono direttamente ad altre attività di apportare un contributo sostanziale a uno o più obiettivi ambientali, a condizione che le stesse: a) non comportino una dipendenza da attivi che compromettono gli obiettivi ambientali a lungo termine, tenuto conto della vita economica di tali attivi e b) abbiano un significativo impatto positivo per l'ambiente, sulla base di considerazioni relative al ciclo di vita.

³⁷ Ai sensi dell'art. 10 comma 2 del Regolamento *Taxonomy*, le attività di transizione rilevano esclusivamente in relazione all'obiettivo della mitigazione dei cambiamenti climatici e sono quelle attività rispetto alle quali non esistono alternative a basse emissioni di carbonio tecnologicamente ed economicamente praticabili e che sostengono la transizione verso un'economia climaticamente neutra in linea con un percorso inteso a limitare l'aumento della temperatura a 1,5 °C rispetto ai livelli preindustriali, anche eliminando gradualmente le emissioni di gas a effetto serra, in particolare le emissioni da combustibili fossili solidi. Tali attività tuttavia devono presentare livelli di emissioni di gas a effetto serra che corrispondono alla migliore prestazione del settore o dell'industria, non devono ostacolare lo sviluppo e la diffusione di alternative a basse emissioni di carbonio e non devono comportare una dipendenza da attivi a elevata intensità di carbonio, tenuto conto della vita economica di tali attivi.

³⁸ Ciò è previsto dagli artt. 16 e 10 comma 2 del Regolamento *Taxonomy*.

³⁹ In letteratura, il termine investimento sostenibile (*i.e. sustainable investment*) è spesso utilizzato con una valenza piuttosto ampia al fine di includere anche fenomeni come *impact investing* e *responsible investing*, si veda la riguardo H. Liang – L. Renneboog, *Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: A Review of the Literature*, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper n. 701/2020, *passim*.

⁴⁰ In tale senso si esprime il Considerando 11 del Regolamento *Taxonomy*.

economiche ecosostenibili. La chiarezza in questo ambito ha una valenza ancora maggiore alla luce della libertà di circolazione dei prodotti e dei servizi finanziari all'interno del mercato unico grazie al c.d. passaporto europeo.⁴¹ Tale libertà, infatti, potrebbe essere abusata dagli intermediari finanziari qualora non vi fosse un sistema definitorio armonizzato e applicabile su scala europea attraverso fenomeni di *regulatory arbitrage*,⁴² accrescendo per tal via anche il rischio di c.d. *green-washing*.⁴³

In forza di un approccio intersettoriale il Regolamento *Taxonomy* si applica non solo alle società emittenti in relazione alle loro attività economiche,⁴⁴ ma anche agli intermediari finanziari,⁴⁵ inclusi le società di gestione di fondi *UCITS* e le società di gestione di fondi di investimento alternativi (*AIFMs*).⁴⁶ I gestori, pertanto, dovranno conformarsi ai requisiti dettati tanto dal Regolamento *Taxonomy* quanto dai Regolamenti Delegati della Commissione Europea se vorranno creare dei fondi con investimenti sottostanti ecosostenibili. Gli stessi

⁴¹ Circa il funzionamento del passaporto europeo per l'offerta transfrontaliera di servizi e prodotti finanziari all'interno dell'Unione Europea sia consentito rinviare a M. Bodellini, *Does it still make sense, from the E.U. perspective, to distinguish between UCITS and non-UCITS schemes?*, cit., 535.

⁴² Sul rischio di arbitraggio regolamentare (c.d. *regulatory arbitrage*) nel contesto dell'offerta di servizi e prodotti finanziari nell'Unione Europea sia permesso rinviare a M. Bodellini, *The E.U. regulation on marketing of alternative investment funds: another step towards integration of the E.U. financial market*, in *Business Law Review*, 2016, 6, 208 – 219; M. Bodellini, *The marketing of hedge funds in the U.K.: did the system maintain its attractiveness after the transposition of the AIFMD?*, in *Business Law Review*, 2016, 5, 162 – 172; M. Bodellini - R. Olivares-Caminal, *The impact of Brexit on the UK alternative investment fund industry*, in *L. & Econ. Year. Rev.*, 2017, 1, 79 – 103.

⁴³ Secondo il Considerando 11 del Regolamento *Taxonomy*, la pratica del c.d. *greenwashing* 'consiste nell'ottenere un vantaggio sulla concorrenza in modo sleale commercializzando un prodotto finanziario come ecocompatibile quando in realtà gli *standard* ambientali di base non sono soddisfatti'; sulla nozione di *greenwashing* si vedano anche T. Wahida Shahan, *Green Washing: An Alarming Issue*, in *ASA University Review*, 2013, 7, 1, 81-88; D. Schmuck – E. J. Matthes, *Misleading Consumers with Green Advertising? An Affect-Reason-Involvement Account of Greenwashing Effects in Environmental Advertising*, in *Journal of Advertising*, 2018, 47, 127-145.

⁴⁴ *Rectius* le imprese soggette all'obbligo di pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario o una dichiarazione consolidata di carattere non finanziario ai sensi, rispettivamente, dell'articolo 19 *bis* o dell'articolo 29 *bis* della direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio.

⁴⁵ *Rectius* i partecipanti ai mercati finanziari che mettono a disposizione prodotti finanziari.

⁴⁶ Ciò deriva dal combinato disposto degli artt. 2 comma 1, n. 2 del Regolamento *Taxonomy* e 2 punto 1) del *SFDR*; sia consentito in punto rinviare a M. Bodellini – D. Singh, *Sustainability and finance: utopian oxymoron or achievable companionship?*, cit., *passim*.

gestori devono inoltre adempiere agli oneri di *disclosure* circa l'ammontare di attività associate ad attività economiche considerate ecosostenibili qualora le soglie dimensionali indicate nel Regolamento medesimo vengano superate.⁴⁷

In maniera analoga, il *SFDR* contiene una serie di norme che si applicano a tutti i c.d. partecipanti al mercato finanziario, ivi inclusi tanto i gestori di fondi di investimento alternativi quanto i gestori di fondi *UCITS*. In un sistema fondato sulla trasparenza,⁴⁸ il *SFDR* svolge una funzione di primaria importanza dettando una serie di norme che individuano le obbligazioni di *disclosure* che, in particolar modo, gli intermediari finanziari devono adempiere.⁴⁹ Gli obblighi di *disclosure* posti dal *SFDR* in capo agli intermediari finanziari, in particolare, riguardano: a) l'integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi interni, b) la considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità derivanti dalle loro scelte di investimento, e, c) la comunicazione delle informazioni connesse alla sostenibilità relative ai prodotti finanziari dagli stessi creati.⁵⁰

La *ratio* di tali nuove norme è duplice. Esse, da un lato, sono volte a fare in modo che gli investitori finali abbiano accesso a informazioni precise e veritiere concernenti i rischi di sostenibilità che potrebbero incidere negativamente sui loro investimenti, e dall'altro lato, perseguono l'obiettivo di garantire che gli intermediari prestino attenzione all'impatto delle loro decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità. In altri termini, vi è una doppia dimensione che assume rilevanza ai fini del *SFDR* e delle sue previsioni. La prima dimensione muove dall'esterno e volge verso l'interno e concerne l'impatto che

⁴⁷ Art. 8 del Regolamento *Taxonomy*.

⁴⁸ Altrove abbiamo definito il nuova sistema europeo '*a disclosure-based system*' avanzando però dubbi circa l'efficacia dello stesso a raggiungere gli ambiziosi obiettivi dello *European Green Deal* e più in generale dell'Accordo sul Clima di Parigi; cfr. M. Bodellini – D. Singh, *Sustainability and finance: utopian oxymoron or achievable companionship?*, cit., *passim*; più in generale circa l'importanza della *disclosure* per il corretto svolgimento del rapporto tra investitore e intermediario, si veda P. Lucantoni, *L'informazione da prospetto. Struttura e funzione nel mercato regolato*, Milano, 2020, *passim*; in punto si veda altresì A. Davola, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in questa *Rivista*, 2022, III, 515.

⁴⁹ Per un'analisi del *SFDR* cfr. D. Busch, *Sustainability Disclosure in the EU Financial Sector*, European Banking Institute Working Paper Series 2020 n. 70, *passim*.

⁵⁰ In tale senso si esprime l'art. 1 del *SFDR*.

fenomeni di natura ambientale e/o sociale potrebbero avere sugli investimenti generando i c.d. rischi di sostenibilità. Tali rischi sono definiti come quegli eventi o condizioni di tipo ambientale, sociale o di *governance* che, se si verificassero, potrebbero provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento.⁵¹ La seconda dimensione, per contro, muove dall'interno per poi estrinsecarsi verso l'esterno e riguarda l'impatto potenzialmente negativo delle scelte di investimento compiute dagli intermediari sui c.d. fattori di sostenibilità, e cioè fattori ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva.⁵² Questa doppia dimensione, definita *double materiality*,⁵³ caratterizza il sistema europeo rendendolo più ambizioso rispetto a quelli introdotti in altre giurisdizioni proprio per il chiaro tentativo di responsabilizzare gli intermediari finanziari rendendoli protagonisti della transizione sostenibile. Questi ultimi, infatti, non sono solo tenuti a individuare e gestire i rischi di sostenibilità, come già avviene per le altre categorie di rischio, ma sono anche invitati o obbligati a considerare gli impatti potenzialmente negativi, ossia le c.d. esternalità, sui fattori di sostenibilità derivanti dalle loro scelte di investimento. In punto, la normativa non impone a tutti gli intermediari un obbligo in tal senso, introducendo una disciplina più o meno intrusiva a seconda della dimensione dell'intermediario stesso. Per gli intermediari di dimensione più ridotta trova applicazione il noto meccanismo '*comply or explain*', per cui se tali impatti non vengono presi in considerazione allora gli stessi intermediari sono obbligati a spiegare perché sia stato adottato tale approccio.⁵⁴ In un contesto generale in cui l'attenzione

⁵¹ Così l'art. 2 (22) del *SFDR*.

⁵² Così l'art. 2 (24) del *SFDR*.

⁵³ Si veda T. Adams, L. Smalling and S. Dichter, *ESG Investing Needs to Expand Its Definition of Materiality*, in *Stanford Social Innovation Review*, 23 February 2022, ssir.org/articles/entry/esg_investing_needs_to_expand_its_definition_of_materiality#.

⁵⁴ L'art. 4 comma 1 del *SFDR* in punto dispone che 'i partecipanti ai mercati finanziari pubblicano e aggiornano sui propri siti web: a) ove prendano in considerazione i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, una dichiarazione concernente le politiche di dovuta diligenza per quanto riguarda tali effetti, tenendo debitamente conto delle loro dimensioni, della natura e dell'ampiezza delle loro attività e della tipologia dei prodotti finanziari che rendono disponibili; oppure b) ove non prendano in considerazione gli effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, una

verso la sostenibilità, in particolare ambientale, è crescente, un mercato disinteresse verso tali aspetti può avere ricadute reputazionali che potrebbero a loro volta allontanare la clientela attuale e/o potenziale dagli intermediari in questione. Vi è invece un vero e proprio obbligo di considerare l'impatto delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità per gli intermediari di grande dimensione.⁵⁵

3. Dalla consultazione alla proposta di modifica della AIFMD

Il 25 novembre 2021, la Commissione Europea ha pubblicato la sua proposta di riforma della *AIFMD*, il cui testo si differenzia in misura significativa rispetto al documento precedentemente posto in consultazione.⁵⁶ Quest'ultimo conteneva infatti un'intera sezione dedicata ai fattori *ESG* e alla sostenibilità, prestando particolare attenzione al sistema di *reporting* alle autorità di vigilanza, alle decisioni di investimento e alla gestione del rischio.⁵⁷

Circa il *reporting* alle autorità, la consultazione poneva la questione dell'opportunità di introdurre obblighi più precisi in relazione al livello di sostenibilità del portafoglio dei fondi alternativi; e ciò riguardava tanto l'esposizione al rischio di sostenibilità quanto l'impatto di questi ultimi sul rendimento. In questo contesto, assumevano rilevanza l'esposizione ai rischi climatici e ambientali, ai rischi fisici e a quelli di transizione.⁵⁸

Con riguardo alle decisioni di investimento, il tema principale concerneva l'opportunità di introdurre il concetto di sostenibilità come uno dei criteri da considerare nel prendere tali decisioni.⁵⁹

chiara motivazione di tale mancata considerazione comprese, se del caso, informazioni concernenti se e quando intendono prendere in considerazione tali effetti negativi".

⁵⁵ Al riguardo, l'art. 4 comma 3 del SFDR prevede che 'in deroga al paragrafo 1, a decorrere dal 30 giugno 2021, i partecipanti ai mercati finanziari che alla data di chiusura del bilancio hanno superato il criterio del numero medio di 500 dipendenti nel corso dell'esercizio finanziario pubblicano e aggiornano sui propri siti web una dichiarazione relativa alle loro politiche in materia di dovuta diligenza per quanto riguarda i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità'.

⁵⁶ Si veda European Commission, Consultation document: Public consultation on the review of the alternative investment fund managers directive (AIFMD), 22 October 2020, https://ec.europa.eu/info/files/2020-aifmd-review-consultation-document_en.

⁵⁷ *Id.*

⁵⁸ *Id.*

⁵⁹ *Id.*; in punto le domande più rilevanti erano: domanda 91, 'Should investment decision processes of any AIFM integrate the assessment of non-financial materiality, i.e. potential

In relazione alla gestione del rischio, con una formula ambigua veniva chiesto se gli impatti avversi sui fattori di sostenibilità dovessero essere integrati nella quantificazione dei rischi di sostenibilità.⁶⁰

Nell'introdurre le menzionate domande, il documento di consultazione sottolineava che mentre il *SFDR* già richiedeva agli intermediari finanziari di integrare nei loro processi la valutazione dei rischi di sostenibilità che potrebbero avere un impatto negativo sul rendimento degli investimenti, i gestori di fondi alternativi non erano al momento assoggettati all'obbligo di quantificare tali rischi. Su tali presupposti, l'obiettivo della consultazione era proprio quello di raccogliere opinioni e punti di vista per meglio comprendere e valutare l'adeguatezza delle regole della *AIFMD* circa il trattamento dei rischi di sostenibilità.⁶¹

Nonostante una simile attenzione prestata al tema della sostenibilità all'interno del documento di consultazione, questi aspetti sono stati eliminati dal testo della proposta finale di modifica della *AIFMD*, la quale si focalizza su deleghe, gestione della liquidità, commercializzazione dei fondi alternativi e fondi di crediti (c.d. *loan origination*). Così, nel testo della proposta appaiono solo alcuni riferimenti marginali alla sostenibilità con riguardo ai fondi di crediti e alla concessione di prestiti da parte di questi ultimi in quanto tali veicoli potrebbero svolgere una funzione importante nel supportare la c.d. *green transition*.⁶² Le ragioni di tale cambio di approccio non sono del

principal adverse sustainability impacts?'; domanda 93, 'Should AIFMs, when considering investment decisions, be required to take account of sustainability-related impacts beyond what is currently required by the EU law (such as environmental pollution and degradation, climate change, social impacts, human rights violations) alongside the interests and preferences of investors?'; domanda 94, 'The provides EU Taxonomy Regulation 2020/852 a framework for identifying economic activities that are in fact sustainable in order to establish a common understanding for market participants and prevent green-washing. To qualify as sustainable, an activity needs to make a substantial contribution to one of six environmental objectives, do no significant harm to any of the other five, and meet certain social minimum standards. In your view, should the EU Taxonomy play a role when AIFMs are making investment decisions, in particular regarding sustainability factors?'; domanda 95, 'Should other sustainability-related requirements or international principles beyond those laid down in Regulation (EU) 2020/852 be considered by AIFMs when making investment decisions?'.

⁶⁰ *Id.*

⁶¹ *Id.*

⁶² Con riguardo a tali fondi di crediti, la Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2011/61/UE e 2009/65/CE per quanto riguarda gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni a fini di vigilanza, la fornitura dei servizi di custodia e di depositario e la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento

tutto chiare, anche se ciò potrebbe derivare dalla volontà di non introdurre riferimenti obbligatori ai fattori *ESG* e alla sostenibilità prima che il *SFDR* e i suoi *regulatory technical standards* siano entrati in vigore.⁶³

4. *Le nuove norme del Regolamento Delegato 2021/1255 e della Direttiva Delegata 2021/1270*

Il Regolamento Delegato 2021/1255 e la Direttiva Delegata 2021/1270 implementano le proposte avanzate dall'*ESMA* nel *technical advice* del 30 aprile 2019 sull'integrazione dei rischi e dei fattori di sostenibilità nella disciplina sui fondi di investimento.⁶⁴ Al riguardo, è

alternativi, Bruxelles, 25.11.2021, COM(2021) 721 final, 2021/0376 (COD), evidenzia che 'in un'Unione dei mercati dei capitali efficiente ed efficacemente vigilata, i fondi che concedono prestiti possono fornire una fonte alternativa di finanziamento alle imprese e alle PMI europee, offrendo loro l'accesso a una gamma più ampia di opzioni di finanziamento a prezzi competitivi. Questi fondi hanno il potenziale per sostenere direttamente la creazione di posti di lavoro, la crescita economica, l'innovazione e la transizione verde e contribuire alla ripresa dalla pandemia di COVID-19. I fondi che concedono prestiti possono anche fungere da meccanismo di protezione o ammortizzatore quando la liquidità è limitata, continuando a finanziare i prestiti quando gli erogatori di prestiti più tradizionali si sono ritirati dal mercato. Le proposte legislative sono pertanto in linea con la strategia generale dell'Unione dei mercati dei capitali di continuare a costruire un mercato interno per i servizi finanziari e rendere i finanziamenti più accessibili alle imprese europee'.

⁶³ Si veda in punto European Fund and Asset Management Association, *EFAMA's Response to the European Commission Roadmap on the review of EU alternative investment fund managers*, 7 January 2021, reperibile al sito internet https://www.efama.org/sites/default/files/publications/EFAMA_AIFMD%20Better%20Regulation_7%20Jan_0.pdf, dove si osserva che 'EFAMA sees no identifiable cause for tightening up standards for the quantification of principal adverse impacts only for AIFM, or for initiating such a discussion before SFDR and its regulatory technical standards are finalised and implemented, making it possible to assess their effects.

Moreover, integration of principal adverse impacts (PAIs) and other non-financial considerations in the investment process should always depend on the investment objectives and preferences of fund investors. This has been acknowledged under Art. 7 (1)(a) SFDR by requiring specific disclosures on "whether and if so, how" PAIs are being considered at the product level. Extending this obligation to any AIFM and potentially any product independently of its investment features may cause the manager to act against its fiduciary duties towards the investors.

In any case, we would recommend that the implementing measures on the integration of sustainability risks in UCITS and AIFMD are first implemented, before including those considerations in the context of the AIFMD review'.

⁶⁴ Si veda European Securities and Markets Authority, *ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in the UCITS Directive and AIFMD*, Final Report, 30 April 2019, ESMA 34-45-688.

stato considerato necessario aggiornare tanto l'*AIFMR* sui fondi alternativi quanto la Direttiva 2010/43/UE sui fondi *UCITS* atteso che entrambi, in quanto emanati rispettivamente nel 2013 e 2010, non contenevano riferimenti ai rischi di sostenibilità e ai fattori di sostenibilità. Questi ultimi fanno quindi il loro ingresso nei due atti normativi in parola nel contesto delle norme sulla gestione degli investimenti e la gestione del rischio, sui requisiti organizzativi, sui conflitti di interesse e sulle responsabilità del *senior management*.

In primis, vengono aggiunti all'elenco delle definizioni di cui all'art. 1 dell'*AIFMR* e all'art. 3 della Direttiva 2010/43/UE i termini 'rischio di sostenibilità' e 'fattori di sostenibilità'. In punto le nuove previsioni si limitano a fare riferimento alle definizioni introdotte dal *SFDR*, le quali quindi vengono integrate all'interno della legislazione di settore sui fondi di investimento. La differenza tra i due concetti, all'evidenza, è piuttosto rilevante e può essere facilmente colta pensando a un fondo che investe in strumenti di capitale di una società che gestisce centrali a carbone per la produzione di energia elettrica. In questo caso, il gestore dovrà certamente considerare i rischi di sostenibilità, per esempio la presenza di protocolli di sicurezza all'interno delle centrali, nonché la gestione dell'acqua e lo smaltimento dei rifiuti prodotti. Ma lo stesso gestore dovrà altresì avere riguardo ai fattori di sostenibilità atteso che l'attività economica sottostante potrebbe avere effetti principali avversi in particolare sull'ambiente, per esempio in caso di emissioni quantitativamente rilevanti di gas serra.

All'art. 18 dell'*AIFMR*, il quale definisce gli obblighi di *due diligence* concernenti la selezione e il monitoraggio continuativo degli investimenti, vengono aggiunti due paragrafi. Il primo, che diventa il comma 5 dell'art. 18 dell'*AIFMR*, stabilisce che il gestore di fondi alternativi tenga conto dei rischi di sostenibilità nell'adempimento dei menzionati obblighi di *due diligence*. Il secondo paragrafo, che diventa il comma 6 dell'art. 18 dell'*AIFMR*, prevede invece che laddove il gestore di fondi alternativi consideri gli effetti negativi principali delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità ai sensi dell'art. 4 del *SFDR*, ciò avvenga nell'adempimento degli obblighi di *due diligence* di cui al medesimo art. 18 dell'*AIFMR*. In maniera analoga, con riguardo ai gestori di fondi *UCITS*, il nuovo art. 23 della Direttiva 2010/43/UE, come modificato dalla Direttiva Delegata 2021/1270, richiede che questi ultimi tengano in considerazione i rischi di

sostenibilità e, laddove previsto, anche i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità.

L'utilizzo delle espressioni 'prendere in considerazione' e 'tenere conto' in relazione ai rischi di sostenibilità e ai principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità determina che i gestori debbano avere adeguata conoscenza degli attivi in cui i loro fondi sono investiti. Solo la conoscenza dettagliata degli stessi può infatti consentire ai gestori di valutare i rischi di sostenibilità a cui gli investimenti sottostanti sono esposti nonché l'impatto degli investimenti del fondo sui fattori di sostenibilità.

Circa la gestione del rischio, è interessante notare come tanto il nuovo art. 40 comma 2 dell'*AIFMR* quanto il nuovo art. 38 comma 1 della Direttiva 2010/43/UE considerino i rischi di sostenibilità come una nuova e distinta categoria di rischi. Scelta legislativa quest'ultima che ha suscitato non poche perplessità all'interno dell'industria.⁶⁵ In questo senso, è previsto che la politica di gestione del rischio includa tutte le procedure necessarie per permettere al gestore di valutare, per

⁶⁵ In punto si veda European Fund and Asset Management Association, *EFAMA's Response to the Commission's Drafts Amendments Integrating Sustainability Considerations into UCITS and AIFMD*, 6 July 2020, reperibile al sito internet https://service.betterregulation.com/sites/default/files/20-4040_EC%20Better%20Regulation%20CP%20ESG%20UCITS%20AIFMD%20Integration.pdf, dove si rileva che 'EFAMA fully supports the integration of sustainability risks as part of risk management policy at fund level, but we believe that from a risk management perspective there is no reason to single out sustainability risks vis a vis all the other types of risks and introduces an artificial ranking amongst those different risks. In addition, and as already recognised by a number of public authorities, we would also like to see the possibility for sustainability risks to be assessed also on a qualitative basis ... Having sustainability risks in such general provisions, seems to imply a different weighting for sustainability risk vis a vis all the other types of risks and introduces an artificial ranking amongst those different risks. Furthermore SFDR, which requires fund managers to inform how they assess sustainability risks, already tackles significant regulatory changes to be made in organisation, resources, management and due diligence requirements within UCITS & AIFMD management companies. Singling out sustainability risks here is therefore not only inappropriate from a risk management perspective, it is also unnecessary from a regulatory policy development ... Suggested changes to the definition of sustainability risks in both texts: 'sustainability risk' means sustainability risk as defined in Article 2, point (22), of Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council that should be considered as subset of other financial risks; where appropriate, the assessment of sustainability risks shall be based on Article 45(3), upon the availability of public, transparent, relevant and reliable information related to ESG considerations. Those sustainability risks might be assessed by investment companies either in qualitative terms or quantitative terms, as consistent with Recital 15 under SFDR'.

ogni fondo gestito, l'esposizione al rischio di mercato, di liquidità, di sostenibilità e di controparte, nonché l'esposizione a qualsiasi altro rischio pertinente, compreso il rischio operativo, che potrebbe essere significativo. Al riguardo sembra potersi affermare che anche prima della modifica normativa in parola, qualora quantificabili, i rischi di sostenibilità dovessero essere presi in considerazione dai gestori di fondi. La nuova formulazione delle norme induce quindi a chiedersi se e come i gestori di fondi debbano prendere in considerazione rischi non quantificabili o difficili da quantificare derivanti da fenomeni ambientali e/o sociali.

I gestori di fondi devono tenere conto dei rischi di sostenibilità anche nell'adempimento degli obblighi concernenti i propri requisiti organizzativi. Ciò significa che tali rischi devono essere presi in considerazione, per esempio, quando le procedure decisionali vengono elaborate, quando la struttura organizzativa è definita, nell'assicurare che i soggetti rilevanti conoscano le procedure da seguire per il corretto esercizio delle proprie responsabilità, nell'istituire idonei meccanismi di controllo interno concepiti per garantire il rispetto delle decisioni e delle procedure, nell'istituire un sistema efficace per quanto riguarda l'informativa interna, la comunicazione delle informazioni, il flusso di informazioni con eventuali terze parti nonché nel conservare registrazioni adeguate e ordinate dell'attività commerciale e dell'organizzazione interna. E' verosimile aspettarsi che tutto ciò comporterà altresì la necessità di introdurre modifiche ai *business plans* dei gestori di fondi nonché alle modalità di attuazione del *reporting* interno.

Dall'introduzione delle nuove norme deriva che i gestori di fondi debbano dotarsi di nuove professionalità da inserire all'interno della loro organizzazione al fine di poter conformarsi agli oneri e alle obbligazioni appena introdotti. Un richiamo alle risorse e alle competenze necessarie è stato inserito in relazione ai rischi di sostenibilità all'interno dell'art. 22 comma 3 dell'*AIFMR* per i fondi alternativi e all'interno dell'art. 5 comma 5 della Direttiva 2010/43/UE per i fondi *UCITS*. Sebbene un simile riferimento non sia stato introdotto anche con riguardo all'impatto degli investimenti sui fattori di sostenibilità sembra possibile sostenere che, laddove il gestore prenda tali impatti in considerazione, apposite risorse e competenze

debbano essere integrate nell'organizzazione dell'intermediario tanto più alla luce della complessità della relativa analisi.

L'adozione di queste nuove norme pone alcuni dubbi interpretativi circa la loro corretta implementazione da parte dei gestori di fondi. Non è chiaro per esempio come debba interpretarsi l'espressione risorse e competenze necessarie in relazione all'organizzazione interna. Non è chiaro nemmeno se il gestore di fondi possa adempiere ai nuovi obblighi concernenti la gestione dei rischi di sostenibilità e la considerazione dell'impatto degli investimenti sui fattori di sostenibilità attraverso la delega di funzioni all'esterno dell'organizzazione. E in relazione a ciò, è incerto se il coinvolgimento di consulenti esterni esperti in materia di sostenibilità costituisca una delega di funzioni.

Da una prospettiva più generale, l'applicazione di queste norme può creare problemi pratici derivanti dall'assenza di dati attendibili da utilizzare tanto per la gestione dei rischi di sostenibilità quanto per considerare concretamente l'impatto degli investimenti sui fattori di sostenibilità. Se dati affidabili non fossero disponibili sarebbe allora complesso configurare un'ipotesi di responsabilità dei gestori derivante dal mancato corretto adempimento delle obbligazioni introdotte dalle nuove norme.

In tema di conflitti di interesse, il nuovo art. 30 dell'*AIFMR* e il nuovo art. 17 della Direttiva 2010/43/UE prevedono che nell'individuazione di quei conflitti la cui esistenza può ledere gli interessi del fondo, il gestore debba ora includere anche quelli che possono insorgere a seguito dell'integrazione dei rischi di sostenibilità nei suoi processi, sistemi e controlli interni. La norma sembra fare riferimento a quei conflitti di interesse che potrebbero derivare da politiche di remunerazione basate su una prospettiva di breve periodo che in quanto tali risulterebbero in contrasto con l'interesse di lungo termine degli investitori a evitare l'impatto negativo dei rischi di sostenibilità sul valore degli investimenti del fondo.

Infine con riguardo alle responsabilità e alle funzioni dell'organo di gestione e dell'alta dirigenza, è ora previsto che quest'ultima sia responsabile dell'integrazione dei rischi di sostenibilità nella politica generale di investimento dei fondi, nelle strategie di investimento, nelle politiche e procedure di valutazione, nel controllo della conformità, nelle politiche di gestione del rischio e nelle politiche di remunerazione.

E' verosimile ritenere che pur nel silenzio delle nuove norme, analoghe responsabilità debbano essere attribuite all'alta dirigenza anche circa la considerazione dell'impatto degli investimenti sui fattori di sostenibilità qualora il gestore del fondo abbia effettivamente deciso di prendere in considerazione tale impatto oppure sia a ciò tenuto ai sensi dell'art. 4 del *SFDR*.

5. Le criticità interpretative e di implementazione derivanti dall'adozione delle nuove norme

L'introduzione di questo nuovo complesso quadro regolamentare pone i gestori di fondi, tanto *UCITS* quanto alternativi, davanti a una serie di criticità interpretative e di implementazione che derivano anche dall'adozione di norme non sempre chiare. Le principali criticità riguardano l'assenza e/o l'insufficienza di dati attendibili in materia di sostenibilità, la carenza di risorse umane con competenze in tema di sostenibilità nel contesto degli investimenti, incertezze interpretative circa la distinzione tra fondi *ex art. 8 SFDR*, fondi *ex art. 9 SFDR* e altri fondi, nonché alcune divergenze normative tra stati membri. I paragrafi che seguono analizzano in maggior dettaglio tali criticità e per quanto possibile avanzano alcune proposte per cercare di affrontarle.

5.1. L'assenza e/o la carenza di dati attendibili in materia di sostenibilità

Un primo problema è rappresentato dal fatto che i gestori di fondi, ai sensi della nuova disciplina, devono pubblicare numerose informazioni di carattere non finanziario anche in materia di sostenibilità. Tali informazioni costituiscono poi la base per la quantificazione della misura in cui le attività dei gestori di fondi sono associate ad attività economiche considerate ecosostenibili ai sensi del Regolamento *Taxonomy*. A livello dei fondi gestiti, tali informazioni consentono di distinguere tra fondi di investimento con minore o maggiore propensione verso la sostenibilità, ivi compresi fondi che investono in società che esercitano attività economiche ecosostenibili in base al Regolamento *Taxonomy* medesimo. In questo contesto, la difficoltà pratica maggiore deriva dal fatto che mentre i gestori di fondi (così come gli altri intermediari finanziari) sono già assoggettati a tali

obblighi di *reporting*, lo stesso non può dirsi rispetto agli emittenti le cui azioni e obbligazioni formano il portafoglio dei fondi di investimento.⁶⁶ Questi ultimi, infatti, saranno tenuti a pubblicare informazioni sull'allineamento con i requisiti del Regolamento *Taxonomy* a partire dal 1 gennaio 2023 in relazione all'anno fiscale 2023.⁶⁷ E, peraltro, tali obblighi di *reporting* al momento riguardano solo un numero molto ridotto di emittenti.⁶⁸ Ciò all'evidenza pone un problema (c.d. *sequencing issue*) piuttosto rilevante, atteso che per i gestori di fondi, così come per gli altri intermediari, l'ammontare di attività associate ad attività economiche ecosostenibili dipende in larga parte dall'operatività e dunque dall'allineamento con i requisiti del Regolamento *Taxonomy* degli emittenti in cui i fondi gestiti vengono investiti. Un ragionamento analogo vale per il caso in cui i fondi intendano effettuare investimenti c.d. sostenibili ai sensi del *SFDR*.⁶⁹ Anche in tal caso, l'investimento sottostante dovrà essere valutato in termini di sostenibilità in base alle modalità di esercizio delle attività economiche da parte delle società i cui strumenti finanziari sono stati

⁶⁶ Ciò deriva dall'applicazione dell'art. 8 del Regolamento *Taxonomy* e del Regolamento Delegato UE 2021/2178 della Commissione del 6 luglio 2021 che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio precisando il contenuto e la presentazione delle informazioni che le imprese soggette all'articolo 19 bis o all'articolo 29 bis della direttiva 2013/34/UE devono comunicare in merito alle attività economiche ecosostenibili e specificando la metodologia per conformarsi a tale obbligo di informativa.

⁶⁷ Così l'art. 10 del Regolamento Delegato UE 2021/2178 della Commissione del 6 luglio 2021 che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio precisando il contenuto e la presentazione delle informazioni che le imprese soggette all'articolo 19 bis o all'articolo 29 bis della direttiva 2013/34/UE devono comunicare in merito alle attività economiche ecosostenibili e specificando la metodologia per conformarsi a tale obbligo di informativa.

⁶⁸ Per tale ragione la Commissione ha proposto la revisione della *Non-Financial Reporting Directive* al fine di ampliare il suo ambito di applicazione.

⁶⁹ Ai sensi dell'art. 2 (17) del *SFDR*, un investimento sostenibile è un 'investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali'.

acquistati dal fondo, formandone per tal via il portafoglio. Pertanto, i dati circa la sostenibilità delle attività economiche esercitate dalle imprese non finanziarie sono di cruciale importanza per il corretto funzionamento del nuovo impianto normativo.

A ciò si aggiunge che la novità e la complessità della materia rendono difficile la produzione di dati corretti e attendibili da parte degli emittenti e ciò ovviamente finisce per incidere tanto sulle politiche di gestione del rischio di sostenibilità da parte dei gestori di fondi quanto sulla determinazione degli impatti negativi dei loro investimenti sui fattori di sostenibilità.⁷⁰ Tale situazione è ancora più complessa qualora i fondi gestiti investano in strumenti finanziari di emittenti di paesi terzi i quali non sono soggetti agli obblighi di *reporting* contenuti nella disciplina europea.

La conseguenza che deriva dall'assenza di dati è che molti gestori di fondi nei prossimi anni avranno un c.d. *green investment ratio*⁷¹ piuttosto basso a prescindere dalla loro eventuale propensione alla sostenibilità. Per fronteggiare questo problema è stato suggerito di consentire l'uso, almeno temporaneo, di stime fino a quando dati affidabili saranno effettivamente disponibili.⁷² Sebbene la Commissione abbia già espresso la sua posizione contraria,⁷³ per

⁷⁰ Il problema dell'assenza di dati attendibili in materia di sostenibilità è stato analizzato da D. Zetsche – L. Anker-Sørensen, *Regulating Sustainable Finance in the Dark*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2022, 23, 47-85.

⁷¹ Il c.d. *green investment ratio* è la proporzione di investimenti c.d. *taxonomy-aligned* rispetto al valore totale degli *assets under management* considerando sia la gestione di portafogli collettivi che la gestione di portafogli individuali.

⁷² Cfr. D. Zetsche – M. Bodellini, *A sustainability crisis makes bad laws - Towards sandbox thinking in EU sustainable finance law and regulation*, Working Paper, 2022, *passim*, reperibile al sito internet https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4147295.

⁷³ See European Commission, *FAQs on reporting of Taxonomy-eligible economic activities and assets in accordance with the Taxonomy Regulation Article 8 Delegated Act*, reperibile al sito

https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/sustainable-finance-taxonomy-article-8-report-eligible-activities-assets-faq_en.pdf,

dove viene posta la seguente domanda: *'Can financial undertakings use estimates for Taxonomy-eligibility, when information is not available from the reporting firm in 2022?'*; nella sua risposta la Commissione ha sottolineato che *'Eligibility-related disclosures of financial undertakings shall be based on actual information, provided by the financial or non-financial undertaking, per Article 8(4) of the Disclosures Delegated Act. In the case where an underlying undertaking has not yet disclosed its taxonomy-eligibility, a financial undertaking may choose to estimate the proportion of eligibility of economic activities as part of their voluntary disclosure. Such estimated values may only be reported on a voluntary basis and must not form part of the mandatory disclosures'*.

evitare il rischio di abuso delle stime, l'ESMA potrebbe adottare delle linee guida che indichino come le stesse debbano essere utilizzate e a quali condizioni, per esempio dando priorità all'utilizzo di stime ufficiali elaborate da autorità pubbliche.⁷⁴

Con il passare del tempo è verosimile aspettarsi che verranno prodotti sempre più dati e che gli stessi saranno sempre più attendibili. Ciò deriva dal fatto che il nuovo quadro normativo, caratterizzato da elevata complessità tecnica e dall'introduzione di numerosi concetti prima sconosciuti, è ancora in fase di realizzazione e completamento. Gli emittenti e gli intermediari si trovano di conseguenza per la prima volta davanti a nuove regole, la cui corretta applicazione richiede sperimentazione. Ossia si tratta per i soggetti sottoposti ai nuovi obblighi di *disclosure* di un processo di *learning by doing* attraverso il quale gli stessi riusciranno ad adeguarsi progressivamente a tali regole. Al tempo stesso, l'applicazione pratica di tali norme metterà certamente in luce una serie di inefficienze strutturali e malfunzionamenti che una volta individuati potranno essere corretti e/o rimossi rendendo il quadro normativo più efficace.

5.2. *La carenza di risorse umane con competenze in tema di sostenibilità nel contesto degli investimenti*

Un ulteriore problema pratico che i gestori di fondi si trovano a dover affrontare concerne la carenza di risorse umane con competenze in materia di sostenibilità nel contesto degli investimenti.⁷⁵ Tale problema assume rilevanza ancor più significativa per i gestori di fondi di piccola e media dimensione i quali hanno evidentemente minor capacità di attrarre risorse umane altamente qualificate.

La formazione di competenze specifiche è in ogni settore un processo che richiede tempo e investimenti e ciò si scontra con le tempistiche di attuazione della nuova disciplina europea, la quale,

⁷⁴ Cfr. D. Zetsche – M. Bodellini, *A sustainability crisis makes bad laws - Towards sandbox thinking in EU sustainable finance law and regulation*, cit., *passim*.

⁷⁵ Cfr. A. Peter – N. Bonnet, *Challenges and practical solutions to sustainable investing in the EU*, in *IFLR 1000*, 30 March 2022, dove si sottolinea che *'One major challenge for today's fund managers is finding the right resources to handle the panoply of questions linked to sustainable finance (integration of sustainability risks, sustainable investments, etc.). The industry needs professionals that understand both the traditional fund structuring, legal and compliance framework, as well as ESG'*.

all'interno del Regolamento Delegato 2021/1255 e della Direttiva Delegata 2021/1270, fa espressa menzione dell'obbligo per i gestori di fondi di dotarsi di personale con competenze specifiche in questa materia.

In punto un approccio bilanciato impone di fare corretta applicazione del principio di proporzionalità alla luce del *business model* e della complessità organizzativa di ciascun gestore di fondi. Ciò consentirebbe, quantomeno in fase iniziale, il rispetto sostanziale di tali nuovi obblighi semplicemente dotandosi delle risorse umane necessarie tanto all'interno quanto all'esterno dell'organizzazione, anche attraverso l'uso di deleghe e di accordi di esternalizzazione di funzioni. Per esempio, si potrebbe consentire ai gestori che si specializzano sulla gestione del rischio e delegano la gestione del portafoglio di rispettare le nuove regole avvalendosi di risorse interne dedicate alla gestione del rischio di sostenibilità senza dover necessariamente assumere anche ulteriori risorse da impiegare sulla valutazione dell'impatto degli investimenti su fattori di sostenibilità. Queste ultime, di contro, potrebbero essere impiegate dall'intermediario a cui è delegata la gestione del portafoglio.⁷⁶ Un simile approccio potrebbe quanto meno trovare applicazione iniziale, seppur limitata nel tempo, per consentire all'industria di formare il personale o di acquisire da altri settori nuove risorse con competenze specifiche da integrare nelle proprie organizzazioni.

5.3. *Le incertezze interpretative circa la distinzione tra fondi ex art. 8 SFDR, fondi ex art. 9 SFDR e altri fondi*

L'intenzione originale del legislatore del *SFDR* era all'evidenza quella di incentivare la trasparenza, a beneficio degli investitori finali, circa il grado di esposizione verso investimenti sostenibili di ciascun prodotto finanziario; e ciò tanto con riguardo ai relativi rischi di sostenibilità quanto in relazione all'impatto degli investimenti sui fattori di sostenibilità. Tale obiettivo doveva essere perseguito attraverso tutte quelle nuove norme che pongono in capo agli intermediari obblighi di *disclosure*, a livello istituzionale nonché a

⁷⁶ Cfr. D. Zetsche – M. Bodellini, *A sustainability crisis makes bad laws - Towards sandbox thinking in EU sustainable finance law and regulation*, cit., *passim*.

livello dei prodotti offerti, circa i rischi di sostenibilità e circa l'impatto delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità. Nonostante questa fosse la *ratio*, le nuove regole sono state interpretate, in particolare dagli intermediari, come se fossero finalizzate a introdurre un sistema di classificazione dei prodotti finanziari basato sul livello di sostenibilità degli investimenti sottostanti.⁷⁷ Ciò è evidentemente il risultato di un interesse crescente degli investitori verso prodotti finanziari offerti e venduti come sostenibili, che si è probabilmente trasformato in una pressione sui gestori a creare fondi che presentassero tali caratteristiche. Così gli intermediari dopo aver registrato tale interesse del mercato hanno applicato le norme del *SFDR* come 'etichette' da attribuire ai fondi offerti, dove i fondi *ex art. 8 SFDR* (fondi che promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali, c.d. *light green products*) hanno un livello di esposizione verso la sostenibilità minore rispetto ai fondi *ex art. 9 SFDR* (fondi che hanno come obiettivo investimenti sostenibili, c.d. *dark green products*), ma maggiore rispetto agli altri fondi.⁷⁸

In tale contesto, l'assenza di indicazioni all'interno delle norme del *SFDR* sulle caratteristiche che i fondi devono presentare per rientrare nell'ambito di applicazione degli artt. 8 e 9, pur motivata dalla diversa

⁷⁷ La *ratio* originale del regolamento è stata ricordata recentemente anche dalla stessa ESMA, si veda European Securities and Markets Authority, *Sustainability risks and disclosures in the area of investment management*, Supervisory briefing, 31 May 2022, ESMA34-45-1427, dove si rileva che 'without giving the impression of a "label" to investors, an indication as to under which Article of SFDR (and if relevant, the TR) the UCITS/AIF discloses the relevant information should be mentioned in the fund documentation'.

⁷⁸ Si veda al riguardo Malta Financial Services Authority, *MFSA Report on Operational and Compliance Readiness by Financial Market Participants and Financial Advisers – Sustainable Finance*, 12 April 2022, dove si rileva che '*SFDR requires entities to classify the products or advice they offer into one of the three following categories: products promoting environmental or social characteristics; products with sustainable investment objectives; and mainstream products that do not fall within the previous two categories*'; cfr. anche T. Lynn Taylor – S. Collins, *Ingraining sustainability in the next era of ESG investing - New opportunities are emerging for investment managers to adapt as investor preferences evolve*, in *Deloitte Insights*, 17 April 2022, dove si sottolinea che '*The implementation of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) in March 2021 effectively created three fund designations (Article 6, Article 8, and Article 9) based on the level of the investment manager's incorporation of ESG characteristics in the investment decision-making process ... Despite the lack of clarity surrounding the disclosures required under each designation, funds that classified themselves as either "light green" or "dark green" still represented more than half (54%) of funds that launched with an SFDR designation. These "green" fund launches follow the trend seen during 2020, when more than half of total investment fund flows in Europe were directed to sustainable funds*'.

ratio del regolamento in parola, ha reso la situazione ancora più complessa. In conseguenza dell'ampiezza del perimetro di applicazione delle norme in parola e della mancanza di prescrizioni puntuali, le strategie gestionali adottate dai gestori di fondi *ex art. 8* (e in parte *ex art. 9*) *SFDR* hanno preso direzioni molto diverse tra loro.⁷⁹ In punto è interessante notare altresì che subito dopo l'adozione del regolamento, molti gestori avevano optato per un approccio prudente evitando di qualificare i loro fondi ai sensi dell'*art. 8 SFDR* in ragione delle incertezze circa il significato di 'promozione di caratteristiche ambientali e/o sociali' per timori legati al rischio di possibili accuse di *greenwashing*.⁸⁰ Tale approccio è però radicalmente mutato dopo l'intervento della Commissione in cui si è confermata l'ampiezza del significato di 'promozione di caratteristiche ambientali e/o sociali'.⁸¹ Sulla base di tale intervento, numerosi gestori hanno riclassificato molti dei loro fondi ai sensi dell'*art. 8 SFDR* al fine di utilizzare il richiamo alla norma *de qua* come strumento di *marketing* potenzialmente in grado di attrarre l'interesse degli investitori.⁸²

Diverse difficoltà interpretative tuttavia permangono. Uno dei dubbi sollevati ha per oggetto le c.d. liste di esclusione di *assets*, e in particolare se avere politiche di investimento basate su tali esclusioni è sufficiente per qualificare il fondo ai sensi dell'*art. 8 SFDR*. La

⁷⁹ In punto peraltro, European Securities and Markets Authority, *Sustainability risks and disclosures in the area of investment management*, cit., ha rilevato che 'While there are no rules specifying minimum quantitative criteria for financial products to disclose sustainability features under SFDR, some Member States have taken the initiative of setting thresholds at national level to ensure that financial products' names with sustainability features are not misleading investors. Furthermore, national labels for sustainable financial products have been developed at national level in many Member States'.

⁸⁰ Si veda European Securities and Markets Authority, *Sustainable Finance Roadmap 2022-25*, 10 February 2022, ESMA30-379-1051, dove si sottolinea che tali incertezze potrebbero dar luogo a fenomeni di *greenwashing*.

⁸¹ See European Commission, *Question related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088)*, at 7-8, available at https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/sfdr_ec_qa_1313978.pdf.

⁸² Cfr. T. Lynn Taylor – S. Collins, *Ingraining sustainability in the next era of ESG investing - New opportunities are emerging for investment managers to adapt as investor preferences evolve*, cit., dove si rileva che 'At the end of Q1 2021, assets in discretionary mandates with an ESG investment approach, Article 8, and Article 9 funds in the EU totalled US\$13 trillion, representing 40% of the total assets under management'.

Commissione Europea ha preso una posizione favorevole al riguardo,⁸³ e la disciplina di secondo livello ha in qualche modo confermato tale impostazione.⁸⁴ In ottica sistematica, tuttavia, vi è che sulla base della

⁸³ See European Commission, *Question related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088)*, cit., dove si rileva che ‘nothing prevents financial products subject to Article 8 of Regulation (EU) 2019/2088 not to continue applying various current market practises, tools and strategies and a combination thereof such as screening, exclusion strategies, best-in-class/universe, thematic investing, certain redistribution of profits or fees’.

⁸⁴ Il Considerando (18) dei Regulatory Technical Standards delle European Supervisory Authorities (ESAs) Supplementing Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council on sustainability-related disclosures in the financial services sector with regard to regulatory technical standards specifying the content, methodologies and presentation of information in relation to sustainability indicators and the promotion of environmental or social characteristics and sustainable investment objectives in pre-contractual documents, websites and periodic reports prevedeva che ‘there are a variety of financial products with various degrees of ambition with regard to taking into account sustainability factors. Financial products that promote, among other characteristics, environmental or social characteristics, or a combination of those characteristics (environmental or social characteristics) cover various investment approaches and strategies, from best-in-class to specific sectoral exclusions. The disclosures required from financial market participants making available such financial products should reflect this diversity and cover the widest possible range of approaches. Among financial products, a difference is to be made between financial products that exclusively pursue sustainable investments and all other financial products that promote environmental or social characteristics’. In punto vale la pena notare come il Regolamento Delegato della Commissione Europea del 6 aprile 2022 che ha implementato tali *regulatory technical standards* delle ESAs, non abbia mantenuto il predetto considerando 18. Nel testo del Regolamento Delegato della Commissione ci sono solo alcuni riferimenti alle liste di esclusione degli investimenti al considerando 16, il quale, senza menzionare esplicitamente i prodotti *ex art. 8 SFDR*, prevede che ‘many financial products rely on exclusion strategies based on environmental or social criteria. End investors should be provided with the information necessary to assess the effects of such criteria on investment decisions, and the effects of such exclusion strategies on the composition of the resulting portfolio. Market practice demonstrates that some exclusion strategies are showcased as effective, while in fact those exclusion strategies actually lead to the exclusion of only a limited number of investments, or are based on exclusions required by law. It is therefore necessary to address concerns about ‘greenwashing’, that is, in particular, the practice of gaining an unfair competitive advantage by recommending a financial product as environmentally friendly or sustainable, when in fact that financial product does not meet basic environmental or other sustainability-related standards. To prevent mis-selling and greenwashing, and to provide end investors with a better understanding of the effects of the exclusion strategies applied by certain financial products, financial market participants should confirm any commitment in terms of excluded investments, in particular as binding elements of the investment strategy, in information on asset allocation and in the information on sustainability indicators used to measure the effects of such strategies’. Da una prospettiva differente, il considerando 11 del Regolamento Delegato della Commissione aggiunge che ‘Financial market participants should therefore only disclose those

posizione presa dalla Commissione praticamente tutti i fondi di investimento europei possono essere riqualificati ai sensi dell'art. 8 *SFDR*; per esempio ogni fondo di investimento che dichiara di non voler investire in società che sfruttano il lavoro minorile può, in base a tale interpretazione, essere qualificato come prodotto conforme all'art. 8 *SFDR*.⁸⁵ Il risultato che ne deriva è però che fondi con ambizioni ambientali e/o sociali molto limitate (se non già inesistenti) possono beneficiare di un'etichetta che, a prescindere dalla diversa volontà del legislatore del *SFDR*, è ormai percepita sul mercato come garanzia di una sensibilità verso la sostenibilità piuttosto marcata. Il problema è confermato altresì dal fatto che numerosi fondi *ex art. 8 SFDR* nonché *ex art. 9 SFDR* hanno tuttora un'esposizione relativamente alta, e in certi casi addirittura crescente, verso società che svolgono attività che utilizzano combustili fossili.⁸⁶

E ancora dalla prospettiva opposta, questa situazione, che sembra essere recentemente degenerata, espone i gestori che costituiscono fondi *ex art. 8 SFDR* a possibili doglianze di *greenwashing* qualora gli elementi di sostenibilità integrati nelle politiche di investimento siano effettivamente poco significativi (se non già assenti).⁸⁷

Consegue da tutto ciò che una disciplina più chiara e per certi versi più rigida in relazione alla qualificazione di prodotti ai sensi

criteria for the selection of underlying assets that are binding on the investment decision-making process, and not criteria that they may ignore or override at their discretion'.

⁸⁵ Cfr. EUROSIF, *EU Sustainable Finance & SFDR: making the framework fit for purpose - Eurosif Policy Recommendations for Article 8 & 9 product labels*, June 2022, 3, dove si rileva che 'As of 31st March 2022, 31,5% of funds available in the EU (excluding money market funds, funds of funds and feeder funds) were classified as either Article 8 SFDR funds (27,9%) or Article 9 SFDR funds (3,6%). In terms of assets under management, the two groups accounted for an even larger share of the EU market, amounting to 45,6% of the total assets under management. Article 8 SFDR products alone accounted for 40,7% of total assets under management, while Article 9 SFDR products accounted for 4,9% total assets under management. In terms of monetary value, the combined assets under management of Article 8 SFDR funds and Article 9 SFDR funds amounted to EUR 4,18 trillion, see Morningstar Direct. Data as of 31 March 2022 - Based on SFDR data collected from prospectuses on 96% of funds available for sale in the EU, excluding money market funds, funds of funds, and feeder funds'.

⁸⁶ *Id.*, 9.

⁸⁷ *Id.*, 3, dove si rileva che una differenziazione più chiara tra categorie di prodotti, ossia tra fondi *ex art. 8*, fondi *ex art. 9* e altri fondi, è necessaria per garantire che gli intermediari finanziari possano classificare i loro prodotti finanziari in maniera appropriata e in modo tale da descrivere con precisione le caratteristiche dei prodotti in questione. Su tali presupposti, dei requisiti minimi dovrebbero essere introdotti nel quadro regolamentare per i prodotti *ex art. 8* e *ex art. 9* del *SFDR*.

dell'art. 8 e dell'art. 9 *SFDR* sarebbe certamente utile a contrastare più efficacemente fenomeni di *greenwashing*, al tempo stesso fornendo maggiore trasparenza al mercato. In prospettiva *de jure condendo*, una riforma di questo tenore potrebbe essere attuata attraverso due diversi atti normativi; da un lato il *SFDR* si limiterebbe a dettare gli oneri di *disclosure* gravanti sugli intermediari tanto a livello istituzionale quanto a livello di prodotti offerti; dall'altro lato, un nuovo atto normativo potrebbe dettare regole più precise circa la composizione dei portafogli dei prodotti offerti in linea con le etichette (*dark green* e *light green*) da attribuire. Ossia, le regole concernenti la composizione del portafoglio dei prodotti qualificati come *dark green* dovrebbero fissare delle soglie minime relative all'ammontare degli investimenti sostenibili. Di contro, le regole concernenti la composizione del portafoglio dei prodotti etichettati come *light green* dovrebbero *in primis* meglio definire cosa debba intendersi per promozione di caratteristiche ambientali e/o sociali, muovendo dal presupposto per cui tale caratteristica non può tradursi in un contenitore vuoto che ciascun gestore può riempire in autonomia semplicemente prevedendo l'esclusione di alcuni investimenti in determinate attività (magari illegali). Sulla base di tale definizione, e tenendo conto del minor livello di ambizione rispetto ai prodotti c.d. *dark green*, le nuove norme dovrebbero poi fornire quanto meno indicazioni di carattere generale sulla composizione del portafoglio dei prodotti *light green*.

5.4. Divergenze normative tra stati membri e gold-plating rules

Alcuni stati membri hanno adottato norme finalizzate a fornire chiarimenti circa l'interpretazione e l'applicazione della nuova disciplina europea.⁸⁸ La *BaFin* in Germania ha pubblicato alcuni documenti circa la gestione del rischio di sostenibilità e ha altresì avviato una consultazione circa la possibilità di adottare un'ordinanza su fondi di investimento c.d. sostenibili.⁸⁹ Analogamente, nei primi

⁸⁸ Si veda in punto A. Peter – N. Bonnet, *Challenges and practical solutions to sustainable investing in the EU*, cit., che definiscono queste iniziative a livello nazionale come 'gold-plating rules'.

⁸⁹ Si veda BaFin, *BaFin starts consultation on its Guidelines on sustainable investment funds*, Press Release, 2 August 2021, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Pressemitteilung/2021/pm_210722_Nachhaltigkeitsleitlinien_en.html.

mesi del 2020, l'*Autorité des Marchés Financiers (AMF)* francese ha pubblicato una raccomandazione dal titolo '*Information to be provided by collective investment schemes incorporating non-financial approaches*'. Tale raccomandazione, che si applica a tutti i fondi alternativi e *UCITS* francesi nonché ai fondi *UCITS* costituiti in altri stati membri e autorizzati alla commercializzazione a investitori *retail* in Francia, è finalizzata a prevenire fenomeni di *greenwashing* attraverso la previsione per cui le informazioni date agli investitori circa la considerazione di fattori *ESG*, la sostenibilità e investimenti c.d. *low carbon* siano proporzionate all'attenzione prestata dal fondo *de quo* a tali fattori.⁹⁰

Il problema è che tali linee guida e interpretazioni adottate a livello nazionale aggiungono il punto di vista delle autorità domestiche alla disciplina europea. Il punto di vista nazionale può però differenziarsi tra stati membri e le conseguenti divergenze possono finire per rendere più gravosa l'operatività di quei gestori che offrono i loro fondi su base transfrontaliera. In altre parole, in questo modo vengono erette ulteriori barriere all'operatività *cross-border*.⁹¹ Da una prospettiva sistematica, peraltro, tale approccio si pone in palese contrasto con la volontà del legislatore europeo di garantire la massima armonizzazione del quadro regolamentare attuata attraverso il preponderante utilizzo di regolamenti e regolamenti delegati in luogo di direttive e direttive delegate.

Tale situazione dovrebbe essere affrontata tanto dall'*ESMA* quanto dall'*ESA Joint Committee* attraverso un ulteriore sforzo di armonizzazione delle linee guida concernenti l'applicazione delle nuove norme. Ossia una collaborazione più stretta tra *ESMA* e autorità degli stati membri è in questa materia particolarmente auspicabile

⁹⁰ La raccomandazione consiste di otto posizioni ufficiali (c.d. '*positions*') di cui cinque concernenti i fondi *UCITS* non francesi e dieci raccomandazioni per definire le informazioni da fornire agli investitori.

⁹¹ In punto A. Peter – N. Bonnet, *Challenges and practical solutions to sustainable investing in the EU*, cit., rilevano che '*although these apply only to national products distributed to domestic retail investors and often focus mainly on marketing material, fund managers looking to distribute their products in these countries must still take them into account, and must find ways to accommodate them at the risk of being shut out of the market for misalignment with local rules or client expectations. Such rules can introduce minimum sectoral exclusions, materiality thresholds for proposed ESG approaches, or minimum sustainable investment percentages, all of which can add onto the EU level rules (which themselves ought to be seen as a transparency mechanism above all else)*'.

proprio per evitare di lasciare spazio a interpretazioni nazionali che mal si conciliano con le esigenze di un mercato dei capitali integrato. L'armonizzazione in parola è peraltro *conditio sine qua non* anche per la creazione di nuove etichette europee per esempio per fondi di investimento alternativi sostenibili e per fondi *UCITS* sostenibili, i quali all'evidenza devono essere regolamentati da previsioni equivalenti in ogni stato membro.⁹²

6. Conclusioni

La disciplina europea adottata in attuazione del *SFAP* e della nuova strategia per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile ha introdotto una lunga serie di norme che trovano applicazione, diretta o indiretta, anche nel settore della gestione collettiva del risparmio. La novità e la complessità tecnica di tali nuove norme pongono, tuttavia, numerosi problemi nell'applicazione e nell'implementazione delle stesse.

Le principali criticità riguardano l'assenza e/o l'insufficienza di dati attendibili in materia di sostenibilità, la carenza di risorse umane con competenze in tema di sostenibilità nel contesto degli investimenti, incertezze interpretative circa la distinzione tra fondi *ex art. 8 SFDR*, fondi *ex art. 9 SFDR* e altri fondi nonché divergenze normative tra stati membri.

Dopo avere analizzato tali criticità in maggior dettaglio, lo scritto ha presentato alcune proposte per cercare di affrontare e, laddove possibile, risolvere i suddetti problemi di interpretazione delle norme e di applicazione delle stesse.

⁹² Cfr. D. Zetsche – M. Bodellini, *A sustainability crisis makes bad laws - Towards sandbox thinking in EU sustainable finance law and regulation*, cit., *passim*.