



**UNITED NATIONS (UN)  
UPEACE - UNIVERSITY FOR PEACE - ROME**

**ORGANIZZAZIONE DELLE NAZIONI UNITE (ONU)  
UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE PER LA PACE - ROMA**

## **DOCUMENTS FOR SUSTAINABLE FINANCE**

**Towards environmental sustainability finance**

## **DOCUMENTI PER UNA FINANZA SOSTENIBILE**

**Verso una finanza di sostenibilità ambientale**

Aurelia Segreti, Catia Masetta, Enca Franzia, Monica Peta, Pier Paolo Poggioni

onthewave

onthewave®  
e d i z i o n i

© 2020 Edizioni Onthewave, Roma

www.onthewave.it

edizioni@onthewave.it ISBN: 978-

88-942987-2-7

Tutti i diritti riservati.

Vietata la riproduzione con qualsiasi mezzo effettuata,  
se non previa autorizzazione dell'Editore.

UNITED NATIONS (UN)

UPEACE - UNIVERSITY FOR PEACE - ROME

# DOCUMENTS FOR SUSTAINABLE FINANCE

Towards environmental sustainability finance

*“... The challenge for a green new deal requires a long and articulated path, but the multiple necessary steps can be gradually taken if there is a long-term strategic plan, which our economy...”*

Aurelia Segreti, Catia Maietta, Enea Franza, Monica Peta, Pier Paolo Poggioni

onthewave®  
e d i z i o n i



## **Index**

### **The european action Plan on sustainable finance: the state of play**

|  |    |
|--|----|
| 1. Introduction .....  | 13 |
| 2. Disclosure Regulation .....   | 19 |
| 3. Benchmark Regulation (BMR) .....  | 27 |
| 4. The Taxonomy Regulation .....   | 32 |
| 5. Delegated acts: MIFID, AIFMD, IDD and UCITS .....                       | 34 |
| 6. European Ecolabel for financial products and green bond standards. .... | 42 |
| 7. Other changes to frameworks conferred with the Action Plan. ....        | 44 |

### **Comment on the regulated framework for sustainability in the financial services sector and regulatory technical standards (RTS)**

|  |    |
|--|----|
| 1. Content and purpose of the Financial Sustainability Regulation .....    | 49 |
| 2. The obligations of disclosure transparency .....                        | 51 |
| 3. From ESAs the development of regulatory technical standards (RTS). .... | 55 |

## **Climate transition benchmarks (EU) and benchmarks (EU) aligned with the Paris agreement**

|  |    |
|--|----|
| 1. Introduction                                | 59 |
| 2. Benchmarks ESG                              | 65 |
| 3. Amendments to Regulation (EU) no. 2016/1011 | 68 |

## **Disclosure Transparency and Sustainable Finance**

|  |    |
|--|----|
| 1. Communicative responsibility of companies                                   | 77 |
| 2. Communicate to investors: application of ESG criteria in investment choices | 78 |
| 3. Non-Financial Information Declaration as a communication tool to the market | 86 |
| 4. Prospectus as a means of communication to the market by closed companies    | 93 |
| 5. Supervisory tasks regarding communication/information transparency ESG      | 98 |

## **Comment to the EU Directive 2017/828 of the European Parliament and of the Council: the remuneration policy and transparency**

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 1. Overview               | 101 |
| 2. Remuneration policy    | 104 |
| 3. Information to members | 113 |

|   |     |
|---|-----|
| 4. The “environmental factors” referred to in “recital 29” .... | 114 |
| 5. Trasparenza .....  | 115 |
| 6. Side considerations .....                                    | 122 |
| <i>Regulatory index:</i> .....                                  | 125 |
| Coordination of the working group: Dr. Enea Franza              |     |





Preface by the Rector, Prof. Gianni Cara,

The United Nations General Assembly, with Resolution 35/55 of December 5, 1980, established the International University for Peace with the following mission: *“To provide humanity with an international institute of higher education for Peace with the objective of promoting the spirit of understanding, tolerance and peaceful coexistence among all human beings, to stimulate cooperation between peoples and to help reduce obstacles and threats to peace and progress in the world, in line with the noble aspirations proclaimed in the United Nations Charter”*. The University Charter sets out the following general principles in its appendix.

The persistence of war in the history of mankind and the growing threats against peace in recent decades jeopardize the very existence of the human race and make it imperative that peace no longer be seen as a negative concept, as the end of a conflict, or as a simple diplomatic compromise, but which instead must be achieved and guaranteed through the most precious and most effective resource that man possesses - education. Peace is the primary and irrevocable obligation of a nation and the fundamental objective of the United Nations; indeed it is the reason for its existence. However, so far, the best tool has not been used to achieve this supreme good - education.

Many nations and many international organizations have attempted to achieve peace through disarmament. This effort must certainly be pursued, but the facts show that man should not be too optimistic, until the human mind is cultivated through the complex concept of peace from an early age. Peace education requires that the central importance of training and research be increasingly recognized as the foundation of peace and progress and as a priority means of reducing the prejudice and hatred on

which violence, conflict and terrorism are based. The task of the International University for Peace - ONLUS is therefore to educate for peace, engaging in teaching, research, post-graduate training and dissemination of fundamental knowledge for the full development of the human person and society through the interdisciplinary study of all issues related to peace. The challenge facing all nations and that all men and women face is education for peace, which is the best way to save the human race, threatened by war. If education is the main tool of science and technology, it will have to be even more so to achieve that primary human right which is Peace.

The United Nations - with resolution 35/55 of 5 December 1980 – “*wanting to provide humanity with an International Institution of higher education for Peace and in order to promote the spirit of understanding, tolerance and peaceful coexistence among all human beings*” have created the International University for Peace for almost 39 years, establishing its headquarters in Costa Rica, thus rewarding this country for having abolished its armed forces, unique in the world and unilaterally, and allocating budget funds to education spared. Currently the rector is dr. Francisco Rojas Aravena. This important university, of which the Secretary General of the United Nations, Antonio Guterres, is now Honorary President, which has been expressly authorized to issue - with validity and effectiveness extended to all UN Member States - masters and doctorates, has among its objectives are to establish at the peripheral level a series of structures (with organizational and financial autonomy) that allow them to reach the widest possible catchment areas in the different parts of the planet (to promote the pursuit of their institutional goals).

As regards Italy, on 6 November 2015 the governing bodies of University for Peace (UPEACE) signed with me,

already responsible for Europe for the “*World Organization for Peace*”, the protocol of understanding with which the

10

establishment of a delegated office in Italy has been made official, destined to join the others already operating for some time, according to customary and pact law, in Holland, Japan, the Philippines, Chile and Ethiopia. The International University for Peace - Rome was therefore identified by the *University for Peace Costa Rica*, as the body in charge of establishing the university headquarters in Rome. Even the Italian university was therefore born with the aim of providing a highly qualified and advanced training offer, such as to extend, with the related study and research activities, to Eastern and Southern Europe, the Mediterranean area, the Middle East and to Equatorial and Sub-Saharan Africa.

In execution of the assignment received, a special body was set up, appropriately named “International University for Peace – Rome”; in addition, 2 offices have been established - a central office in Rome and a peripheral operating office in Naples (in the Altamira Complex), in a very innovative area, which is a real business accelerator.

Ing. Prof. Gianni Cara



## **The european action Plan on sustainable finance: the state of play**

*Dr. Enea Franza\**

The green bond market has been growing globally for over a decade. In parallel with green bonds, new types of instruments are spreading such as sustainable bonds, social bonds and transition bonds which, in different ways, will contribute to the achievement of the United Nations SDGs. However, the challenge for a green new deal requires a long and articulated path, but the multiple necessary steps can be gradually taken if there is a long-term strategic plan, which our economy absolutely needs. The article addresses the European debate, taking stock of the regulatory framework, which is certainly evolving, but which denotes the belief that sustainable investments can act as drivers for the clean growth of the financial market and certify the Union's commitment. to deal with climatic emergencies also in terms of the opportunities offered by the financial market.

### **1.Introduction**

By adopting the Paris Agreement on Climate Change<sup>1</sup> and

---

*\*The author's opinions are expressed on a personal basis and do not involve the institution where he works.*

<sup>1</sup> The United Nations Framework Convention on Climate Change (UNFCCC) is the main international agreement on climate action and was one of the three conventions adopted at the Rio Earth Summit in 1992. So far it has been ratified by 195 countries. At the beginning it represented a tool that

allowed countries to collaborate in order to limit the increase in global temperature and climate

the United Nations 2030 Agenda for Sustainable Development, the European Union has committed itself to the goal of a more sustainable economy and society<sup>2</sup>.

To achieve such growth, of course, each player in the company must do his or her part and the financial system is

---

change and to face the consequences. The Council deals with two issues related to the UNFCCC: - the ratification of the Doha amendment to the Kyoto protocol, which concerns the commitments relating to the second period, from 2013 to 2020; - the Paris Agreement, a new global agreement on climate change extended to all UNFCCC countries, its ratification, implementation and entry into force in 2020. The Paris climate conference was held from 30 November to 11 December 2015, reaching a new global agreement on climate change on 12, which includes an action plan to limit global warming “well below” 2°C. The Paris agreement entered into force on 4 November 2016, in following the fulfillment of the conditions for ratification by at least 55 countries which represent at least 55% of global greenhouse gas emissions. All EU countries have ratified the agreement.

<sup>2</sup> On 25 September 2015, the United Nations approved the 2030 Agenda for Sustainable Development and the related 17 Sustainable Development Goals

(SDGs in the English acronym), divided into 169 Targets to be achieved by 2030. 17 points they are as follows: - End poverty in all its forms; - Eliminate hunger, achieve food security, improve nutrition and promote sustainable agriculture; - Ensure the health and well-being conditions for everyone at all ages; - Offer quality, inclusive and equal education and promote lifelong learning opportunities for all; - Education can really guarantee young people a better future; - Realize gender equality and improve women’s living conditions; - Ensure the availability and sustainable management of water and hygiene conditions for all; Ensure access to clean, cheap and sustainable energy for all; - Promote lasting, inclusive and sustainable economic growth, full and productive employment and decent work for all; - Building resistant infrastructures, promoting sustainable and inclusive industrialization and promoting innovation; - Reduction of inequalities between countries; - Make cities and communities safe, inclusive, resistant and sustainable; - Guarantee sustainable consumption and production models; - Take urgent action to combat climate change and its impact; Safeguarding the oceans, seas and marine resources for their sustainable development; - Protect, restore and promote the sustainable use of terrestrial ecosystems, the sustainable management of forests, combat desertification, stop and reverse the degradation of the territory and stop

the loss of biodiversity; - Promote peaceful and inclusive societies for sustainable development, guarantee access to justice for all, build effective, responsible and inclusive institutions at all levels; - Reinforce the meanings of implementation and revitalize global collaborations for sustainable development. See also <https://www.unric.org/it/agenda-2030>.

no exception and indeed is called upon to intervene as the engine of this necessary development; in this context, redirecting private capital towards more sustainable investments involves, in a necessarily long-term vision, a global review of the functioning of our financial system, which, however, guarantees, at the same time, its stability and ensures the greatest possible transparency<sup>3</sup>. On March 8, 2018, in light of the recommendations contained in the Final Report of January 2018 of the High-Level Expert Group on Sustainable Finance,<sup>4</sup> and in line with the commitment made by the EU and its Member States with the climate pact of the 2015, the

---

<sup>3</sup> In this regard, various models have been presented for measuring sustainable development for the company, one of these, the Capital Approach model, measures sustainable business development based on the relationship between the well-being of future generations and that of present generations. To sustain well-being over time, it is necessary to maintain or replace, as it is consumed, wealth (or capital) in its various forms which are: 1. Financial capital (eg shares, bonds, current accounts); 2. Production capital (eg plants, buildings, telecommunications and infrastructure in general); 3 Natural capital: natural resources, land, ecosystems; 4. Human capital: workforce; 5. Social capital: organisms, bodies and social networks. Second weak sustainability theory, to ensure the well-being of future generations, the sum of the various forms of capital must be kept constant over time: in the event that a type of wealth decreases, it must be replaced with another form of capital so to compensate for the loss. A stronger form of this approach argues, however, that natural capital cannot be replaced and that its destruction can be irreversible, therefore every form of capital must be handed down intact to future generations. See, OECD Review Sustainable development: Interaction between economy, society, environment OECD 2008. <sup>4</sup> The High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG) is a group of experts set up in December 2016 by the European Commission with the task of developing guidelines for the development of sustainable finance in Europe; the objective was to direct the European capital market towards the financing of projects that promote “sustainable economic



growth”, that is, able to guarantee long-term well-being, social inclusion and reduction in the exploitation of natural resources and the environment. The working group included 20 representatives of actors from the financial industry, academia and civil society, supported by observers from European and international institutions. Among the members of the working group there was also Flavia Micilotta, who held the position of Executive Director of Eurosif. On 13 July 2017, the HLEG issued an Interim Report which was subjected to public consultation. On January 31, 2018 the Final Report was published with recommendations addressed to the European Commission.

European Commission has published an “Action Plan for sustainable finance” (see below “Plan”), which outlines the strategy and measures to be adopted for the creation of a financial system capable of supporting the European Union program for climate and sustainable growth<sup>1</sup>.

The “Plan” provides for the re-orientation of capital flows towards “green” investments, the management of financial risks deriving from climate change, environmental degradation and social issues and, an increase in the transparency of economic activities. Moreover, among the proposed actions there is that of creating a common language for sustainable finance, that is, a unified EU

---

<sup>1</sup> On 28 November 2018, the Commission presented “A clean planet for all”, its long-term strategic vision for achieving a climate-neutral economy by 2050. The paths illustrated in the strategy are based on seven strategic components: 1. greater efficiency energy; 2. a more widespread diffusion of renewable energies; 3. cleaner and more connected mobility; 4. a competitive industry based on the circular economy; 5. a series of intelligent and interconnected infrastructures; 6. considerable development of the bio economy and natural carbon sinks; 7. the use of carbon capture and storage. On 14 March 2019, Parliament adopted a resolution on climate change in which it welcomes the publication of the strategic vision, discusses the pathways aimed at eliminating net greenhouse gas emissions by 2050 and believes that this objective is the only one compatible with the Union’s commitments under the Paris agreements. In June 2019, the European Council invited the Council and the Commission to continue work on the processes and tools to be adopted to ensure the transition to a zero climate impact EU. The European Council will define its guidelines by the end of 2019. The EU will submit its long-term strategy to the United Nations Framework Convention on Climate Change (UNFCCC) by 2020, in accordance with the demands of the Paris agreement.

classification system (or “taxonomy”) to define what is sustainable and identify the areas in which investments sustainable can have a greater impact. Consequently, based on this classification system, the “Plan” aims to create brands for the EU’s “green” financial products, thus allowing investors to easily identify investments that comply with environmental or low-carbon criteria. The Commission explains in the “Plan” the need to clarify the obligation, for asset managers and institutional investors, to take sustainability factors into account in the investment process and to make communication obligations more stringent, as well as to impose insurance and investment firms to advise customers based on their sustainability preferences. Another intervention envisaged in the aforementioned “Plan” concerns the integration of sustainability into prudential requirements. Banks and insurance companies, in fact, are an important source of external financing for the European economy; in this sense, the Commission takes charge of examining the feasibility of a calibration of the capital requirements of the banks (the so-called “green support factor”) for sustainable investments, when this is justified in terms of risk, while ensuring at the same time , the stability of financial stability<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> In this context, the Commission also invited ESMA to analyze the practices in place at the credit rating agencies regarding the use of ESG factors. ESMA, in the Technical Advice of 18 July 2019, highlighted, as a possible indication of policy for the European Commission, the option to amend Regulation (EC) no. 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 relating to credit rating agencies (last amended by Regulation (EU) No. 462/2013-CRAs, expressly introducing provisions that provide for disclosure obligations for factors of sustainability used by a credit rating agency in its creditworthiness assessment processes and how they “impact” on the relative ratings. Furthermore, in the aforementioned Technical Advice, as a further possible indication of policy for the European Commission, provision is made also the assessment of whether the sustainability assessments

prepared by various entities deserve, as happened for the rating judgments, a regulatory (and supervisory) safeguard, in order to protect the investors who use these assessments. ways to improve the quality and consistency of information relating to ESG factors within the judgments of rating, ESMA has observed how, said information, discloses and must be subject to disclosure, only in the event that they constitute elements underlying the assessment of creditworthiness; conversely, for such information there would be no mandatory disclosure obligation and the rating agency is not required to provide any “negative certification”. Furthermore, ESMA suggests that rating agencies may provide a direct hypertext link to a specific section of their website, or better to an explanatory document, within the press release or report relating to a credit rating judgment. , which contain information about the ways in which it takes ESG factors into account in its evaluation processes. Furthermore, they must indicate in the press release or in the report the presence of ESG factors underlying the change in the rating

Finally, it is expected to improve transparency regarding corporate communications and in this sense it is proposed to revise the guidelines on non-financial information<sup>7</sup> to align it more closely with the recommendations of the Council’s task force for financial stability on climate-related financial reporting<sup>8</sup>.

Incidentally, it should be noted that from February 2016 the so-called “National dialogue for sustainable finance”, promoted by the Ministry of the Environment and the United Nations environmental program. The dialogue saw the involvement of financial institutions and protagonists of the

---

or the outlook, providing a description of each of them and the reasons why they are to be considered “material” for the purposes of attribution of a judgment on creditworthiness and/or the related outlook.

<sup>7</sup> The Guidelines are intended to help companies draw up quality, relevant, useful, consistent and more comparable non-financial statements that can promote sustainable growth and employment and ensure transparency for stakeholders, in compliance with the obligations enshrined in the Directive. On June 26, 2017, the European Commission published the non-binding guidelines (Guidelines) on the methodology for communicating non-financial information pursuant to art. 2 of Directive 2014/95/EU on the reporting of non-financial information. <sup>8</sup> President-elect Ursula von der Leyden placed climate policies

first in its political orientations, underlining in the opening speech of the plenary session of the European Parliament on the 2019-2024 policy lines of the EU Commission (16 July 2019) as the challenge the health of the planet is more pressing than the Union in the new decade. Adhering to the goal of making Europe the world's first zero climate impact continent by 2050, it indicated as necessary: - a twostep approach to reduce CO2 emissions by 50%, if not 55%, by 2030, while leading international negotiations aimed at increasing the level of ambition of the other major economies by 2021; - the presentation, within the first 100 days of the mandate, of a 'Green Deal' for Europe: a "european law" on climate, which translates the objective of climate neutrality into legally binding provisions by 2050; - the strengthening of investments in the environmental sector, through the launch of an investment plan for a sustainable Europe (Sustainable Europe investmentplan) and the partial transformation of the EIB into a climate bank; - the revision of the emissions trading system, to include the maritime transport sector (and in the future also construction and the transport system); - the introduction of a carbon bordertax - CBT, to avoid carbon leakage and ensure that European companies can compete on equal terms; - the creation of a Just transition Fund, to be added to the cohesion funds to guarantee the fairness of the transition towards climate neutrality.

banking, insurance, savings and capital management markets. As stated in the final report presented at the Bank of Italy on 6 February 2017, the dialogue focused above all on the environmental dimension of sustainability, recalling the concept of green finance which aims not only at mobilizing the financial resources necessary for policies and environmental projects, but also to align all financial activities with sustainability needs. The aforementioned Report highlights the strategic opportunity for Italy to direct its financial system in order to support the transition towards an inclusive, sustainable and low-carbon development model that reinforces the action to combat climate change. Underlines, in this context, the need to decouple economic growth from the environmental impact (decoupling)<sup>2</sup>.

---

2

[https://www.minambiente.it/sites/default/files/archivio/notizie/report\\_financing\\_the\\_future\\_en\\_2.pdf](https://www.minambiente.it/sites/default/files/archivio/notizie/report_financing_the_future_en_2.pdf).

## ***2. Disclosure Regulation***

As part of the Sustainable Finance Action Plan, the European Commission has published the proposal for “Disclosure regulation on sustainability in the financial services sector” (hereinafter also “Regulation”)<sup>3</sup> and, accordingly, on 7 March 2019, political agreement was reached in Trigolo<sup>4</sup>. The final text of the Regulation was therefore approved by COREPER<sup>5</sup> on 27 March 2019 and, by the European Parliament on 18 April 2019. The Regulation will enter into force twenty days after its publication in the Official Journal of the Union and will be applicable, with some exceptions, by fifteenth month following said publication.

The Disclosure Regulation aims to harmonize the disclosure obligations of financial market participants<sup>13</sup> and financial advisers<sup>14</sup> regarding the so-called ‘sustainability related disclosures to end-investors’ and, therefore, the methods adopted for the integration in the investment choices and in the consultancy activity of the so-called ‘Sustainability factors’ (ie, the so-called Environmental, Social and Governance factors, or more briefly, ESG)<sup>15</sup>. The aforementioned Regulation revolves around three main pillars: elimination of greenwashing, that is, of unfounded

---

<sup>3</sup> Proposal for a Regulation on disclosures relating to sustainable investments and sustainability risks and amending Directive (EU) 2016/2341, COM(2018) 354, del 24 maggio 2018.

<sup>4</sup> Three delegations participate in the “Trilogue”, led respectively by an official of the European Commission; by a plenipotentiary of the Presidency of the EU Council; by the European Parliamentarian rapporteur on that topic. The text that came out of the “Trilogue” is then submitted - separately - for approval by the Parliament and the EU Council.

<sup>5</sup> The Permanent Representatives Committee (COREPER, from the French Comité des représentants permanents) is an organ of the Council of the European Union, composed of the heads or deputy heads of delegation of the member states to the European Union and a large number of committees and groups of

or misleading declarations on the characteristics and sustainability benefits of an investment product, increase in market knowledge regarding aspects of sustainability and regulatory neutrality, that is, definition of an information framework that the different operators of the financial market must apply identically.

The three European Supervisory Authorities<sup>16</sup> (ESAs), and

---

employment subordinated to it. Its main task is to prepare ministerial meetings of the Council of the European Union. COREPER plays a fundamental role in the development of EU policies, since much of the negotiation between member states on the decisions to be taken takes place internally.

<sup>13</sup> That is, investment firms and credit institutions that provide portfolio management services, insurance firms that offer insurance investment products (IBIPs) to retail or professional investors, managers of alternative funds, UCITS funds or EuVECA funds or EuSEF, corporate or professional pension institutions, producers of pension funds and PEPP (art. 2 point n.1 of the Regulation). <sup>14</sup> Insurance intermediaries that provide insurance advisory services regarding IBIPs, credit institutions and investment firms that provide investment advisory services, UCITS and alternative fund managers who provide investment advisory services (art 2 point 11 of the Regulation).

<sup>15</sup> ESG stands for Environmental, Stakeholder and Governance and indicates sustainability-conscious investors.

<sup>16</sup> The three European supervisory authorities (ESAs), in particular the European Banking Authority, the European Insurance and Occupational Pensions Authority and the European Securities and Markets Authority constitute, together with the national supervisory authorities of the Member States, the micro prudential pillar of supervision of EU financial markets. While the current supervision of

in particular their Joint Committee, will ensure the convergence and harmonization of the information in all the sectors concerned, as well as to promote a level playing field, in the sense that the regulation regulates the following financial services sectors: i) investment funds; ii) insurance products with investment elements (life insurance products with investment components available both as individual retail life policies and as collective life policies); iii) private

and professional pensions; iv) management of individual portfolios; v) insurance and investment consultancy.

The Regulation introduces a harmonized definition of “sustainable investments”, meaning by these the investments in economic activities that contribute to the achievement of environmental or social objectives, or to a combination of them, without causing damage (“do not significant harm”) To the other environmental and social objectives and adopts good corporate governance practices, with the ultimate aim of reducing information asymmetries regarding investments and sustainable risks in the relationship between intermediary and investor<sup>17</sup>. A point of reference for sustainable

---

financial institutions remains the responsibility of the European Supervisory Authorities, the mission of the European Supervisory Authorities is to develop and enforce a common regulatory framework and convergent prudential practices within the EU, in particular it is for the European Supervisory Authorities to advise the EU bodies on the legislative process, develop and regulatory standards and coordinate national supervisors. They are joined by the European Systemic Risk Board (ESRB) responsible for macro-prudential supervision of financial markets, which draws up warnings and recommendations for risk limitation measures and monitors their implementation. However, the ESRB is part of the European Central Bank as a body with no legal personality.

<sup>17</sup> The United Nations defined sustainable investment, on the occasion of the launch of the Principles for responsible investment (UNPRI) in 2005, responsible investment “[...] an approach to investment that aims to integrate environmental, social and governance factors (ESG) in investment decisions, to better manage risk and generate long-term sustainable returns” (see: <https://www.unpri.org/pri/what-is-responsible-investment>). In general, in 2013 by the Working Group of the Forum of Sustainable Finance, he intended for sustainable and responsible investment that investment that aims to create value for the investor

investments is represented by the six principles known as PRI (Principles for responsible investment), developed by an international group of institutional investors promoted by the United Nations Secretary General, which reflect the

growing importance of ESG issues in practices of investment. More than 1,400 signatories from over 50 countries, with a total assets of 59,000 billion dollars, have (at the end of 2019) followed the initiative<sup>18</sup>. Those who adhere to the PRI undertake to incorporate ESG issues into the analysis and investment processes, into their corporate policies and practices, to seek transparency on these factors in the counterparties, to promote social responsibility in industry, to cooperate to achieve these purposes and to document the activities and progress made. For these types of financial products<sup>19</sup>, specific information obligations are provided for how the contribution to the sustainability objectives and the consistency of the benchmark possibly used with the characteristics pursued by the investment are pursued. Generally speaking, disclosure obligations are divided into five categories: (i) disclosure relating to policies adopted at entity level (financial market participants and financial advisers); (ii) pre-contractual information; (iii) information to be published on the website; (iv) periodic information and (v) information conveyed through marketing communications. For each category of disclosure obligations, the Disclosure Regulation assigns the ESAs the task of developing technical standards projects through the Joint Committee.

---

and for society as a whole through, however, an investment strategy oriented to medium-long term which, in the evaluation of companies and institutions, integrates financial analysis with environmental, social and good governance analysis.

<sup>18</sup> See: Principles for responsible investment, cf [www.unpri.org](http://www.unpri.org).

<sup>19</sup> Recall that the category of financial products includes: UCITS and AIF funds, IBIPs, pension products and pension schemes, portfolio management service and PEPPs.



In May 2019, the Joint Committee of the ESAs established, within the Standing Committee Consumer Protection and Financial Innovation (JC-CPFI), a working subgroup with the mandate to develop drafts of technical standards and commissioned ESMA to coordinate its work. In relation to each category of disclosure obligations set out in the Regulation<sup>6</sup>, the ESAs have the task of developing, through the Joint Committee, projects of technical standards, for a total of: n. 6 regulatory technical standards (that is, in short RTS) mandatory and n. 1 technical implementation standard (i.e. ITS for short) optional.

The mandatory RTS concern:

- a) the content, methods and presentation of the information that the Financial Market Participants (hereinafter also FMPs) and the Financial Authorities (hereinafter also FAs) must publish on their website, with regard to the main negative impacts of the decisions, or , investment recommendations on sustainability factors, cd adverse impact reporting;
- b) the information that FMPs must include in the pre-contractual documentation required by sector legislation to illustrate:
  - how products with environmental and/or social characteristics meet these characteristics and, if a benchmark has been identified, if and how this index is consistent with the sustainability characteristics of the product, as well as where the methodology can be found for the calculation of this benchmark;

---

<sup>6</sup> That is, information relating to the intermediary's policies; pre-contractual information; information to be published on the intermediary's website; periodic information and information disclosed through marketing communications.

- how products that target sustainable investments meet these objectives or, if a reference index has been designated, how the designated index is ali-

gned with these objectives and if, and how, said index differs from a “broad market index”, as well as where the methodology for calculating the index can be found;

- c) the content and presentation of the information to be published on the websites by the FMPs regarding the environmental or social characteristics and the sustainable investment objectives of the products and the evaluation, measurement and monitoring methodology used;
- d) the information to be provided by the FMPs within the periodic reporting required by the sector legislation on the degree of achievement of the environmental or social characteristics of the products having such characteristics or, for products with the objective of sustainable investments, on the evaluation of the impact on global sustainability and, where a benchmark has been designated, on the comparison of this impact with the designated index and with a “broad market index”.

The optional technical standard (ITS) concerns the standard for presenting information on the promotion of environmental or social characteristics and sustainable investments in marketing communications by FMPs and FAs. The regulatory technical standards (in short RTS) should be produced according to the following schedule: (i) within 12 months (from the entry into force of the Regulation) for RTS on adverse impact on environmental aspects, RTS on precontractual disclosure, RTS on precontractual disclosure, RTS on website disclosure, RTS on periodic disclosure; (ii) within 24 months (from the entry into force of the Regulation) for RTS on adverse impact on social aspects. Therefore, five of the six mandatory RTS must be submitted to the Commission within 12 months

from the entry into force of the Regulation and only one within 24 months from the entry into force of the same, that is, the one on the declaration of the due diligence policies relating to the main negative impacts. investment decisions on sustainability factors in social and employee matters, respect for human rights, anti-corruption and bribery. The RTS are subject to the endorsement of the European Commission and come into force in the absence of objections from the European Parliament and the Council.

The discussions within the Standing Committee Consumer Protection and Financial Innovation (JC-CPFI) concerned, in particular, the issue of the distinction of financial products from those that have, among other things, the characteristic of promoting environmental impact and/or social and to encourage that the reference companies follow good corporate governance practices (products with sustainability characteristics) and those products that have the objective of “sustainable investment”, that is, that invest in economic activities that contribute to the achievement of environmental objectives or social, or a combination of them, without harming other environmental and social objectives and are based on good corporate governance practices (products with a sustainability objective), as well as the theme of MOPs (financial-insurance products) for which discussed on the opportunity to provide pre-contractual information obligations relating to individual transactions on investment, or, also with regard to the product itself, and in relation to the *Adverse sustainability impacts*. In particular, it is expected that information on the consideration of the main negative effects connected with investment decisions (i.e. recommendations) on

sustainability factors<sup>7</sup> must be represented in a specific section of the website of the financial market participant, or of the financial adviser, called the “Adverse sustainability impacts statement”<sup>22</sup>.

Further analyzes were carried out on the subject of pre-contractual disclosure, scaled down in favor of disclosure on the website or in reporting<sup>23</sup>. This would be motivated by the need, represented by EIOPA, to contain the length of the KID (Key Investor Information Document) in the case of PEPP (pan-European individual pension products) falling within the types referred to in articles 8 and 9 of the Disclosure Regulation. In particular, any reference to the methodology used to implement the investment strategy (including the criteria for the selection of the investment sectors, the data sources used, any limitations of the methodology) and to ensure the alignment with any reference parameter used.

---

pean Environment Agency). Where the information relating to any of the indicators is not readily available, the financial market participants will have to do their best (best effort basis) to acquire it and, in case of impossibility, they will have to evaluate the adverse impacts on the basis of reasonable assumptions to be illustrated. in the statement.

<sup>22</sup> The statement must comply with certain requirements (concise and understandable, easily accessible, printable and free of charge) and must indicate the date of publication. On the same section of the site, the statements of the last 10 years must be published and kept for comparison. The statement

---

<sup>7</sup> In order to identify and evaluate the actual and potential adverse sustainability impacts, a minimum list of mandatory indicators (listed in Annex I of the RTS draft) and an additional list of indicators to be used on an optional basis (always indicated in the Annex) are included. I of the RTS draft) and the related methodologies. The optional indicators on environmental and social factors are also quantitative/qualitative and have been identified with the contribution of the Joint Research Center of the European Commission and with the EEA (Euro-

must provide information on the policies adopted to identify the main negative effects, the actions taken and to be taken to reduce these impacts must be described (e.g. exercise of the right to vote, letters to the management of the companies in which you invest, etc.) illustrating its effectiveness through, for example, indicators.<sup>23</sup> In a first circulated draft, it was hypothesized to provide information relating to the ESG characteristics of the product, the chosen investment strategy and the data and methodology used to implement this strategy (with a high level of information detail). In addition, the disclosure was developed by differentiating between information relating to products with ESG characteristics and information relating to products with an ESG objective, also with reference to the index designated as the reference benchmark. The method of representing the aforementioned information was developed in specific templates attached to the RTS draft.

### **3. Benchmark Regulation (BMR)**

Given that, as is well known, the pricing of many financial instruments and financial contracts depends on the accuracy and integrity of the reference indices (benchmarks), in order to contribute to the proper functioning of the internal market and to ensure a high level of consumer and investor protection, the Benchmark Regulation (hereinafter also “the Regulation”) has dictated harmonized standards for indices used as financial benchmarks in the European Union. On June 29, 2016 the Benchmark Regulation was published in the Official Journal of the European Union<sup>8</sup>. It applies to the supply of reference indices, to the contribution of data for reference indices and to the use of reference indices in the European Union. In particular, it introduces an

---

<sup>8</sup> Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council of 8 June 2016 on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts or to measure the performance of investment funds. With Legislative Decree 13 February 2019, n. 19 the rules for the adaptation of the national legislation to the provisions of Regulation (EU) 2016/1011 were issued, on the indices used as benchmarks in financial instruments and in financial contracts or to measure the performance of investment funds and amending the directives 2008/48/CE and 2014/17/UE and of the regulation (UE) n. 596/2014, as well as the adaptation of national legislation to the provisions of Regulation (EU) 2015/2365, on the transparency of securities financing transactions and re-use and which amends Regulation (EU) no. 648/2012. Published in the Official Gazette no. 61 of 13 March 2019.

authorization and supervision regime for the benchmark administrators - with the relative provision of specific organizational, operational and governance requirements - and defines specific requirements for the other supervised entities that contribute to the input data for the calculation of the benchmarks or who use it in the context of financial instruments, financial contracts and investment funds. The regulation also introduces measures to strengthen the objectivity, integrity and accuracy of the benchmarks and specific transparency measures.

Moreover, the European Commission, on May 24, 2018, published a “Proposal” for the modification of the aforementioned Regulation introducing, among other things, the provision of two new categories of reference indices that take into account some aspects of environmental sustainability: EU Climate Transition Benchmarks (EU CTBs) and EU Paris-aligned Benchmarks (EU PABs)<sup>9</sup>. The now definitive Proposal concluded the Trilogue phase on 25 February 2019, while the final compromise text was approved by COREPER on 13 March 2019. The changes concern the minimum requirements for the indices whose underlying activities follow a de-carbonization trajectory (EU CTBs) or are aligned with the objectives of the Paris Agreement adopted under the United Nations Framework Convention on Climate Change (EU PABs). The Regulation also establishes some disclosure requirements for all benchmark managers (excluding those on interest rates and currencies) relating to the sustainability of the activities included in the indices which are also functional to the transparency obligations deriving from the disclosure

---

<sup>9</sup> Proposal for a Regulation amending Regulation (EU) 2016/1011 on low carbon benchmarks and positive carbon impact benchmarks, COM(2018) 355, del 24 maggio 2018. V. nota al TIAN del 12 aprile 2019.

regulation<sup>10</sup>. The Regulation will enter into force on the day following that of its publication in the Official Journal of the Union and will be applicable from 30 April 2020.

Furthermore, the Regulation delegates to the European Commission the power to adopt delegated acts on ESG benchmarks and benchmarks, in order to specify, among other things, the minimum content of the communication obligations to which administrators should be subject and to specify the minimum standards for the harmonization of the EU climate transition reference methodology and EU reference indices aligned with the Paris Agreement<sup>11</sup>. In

---

<sup>10</sup> The Benchmark Regulation is modified in order to introduce: 1) additional disclosure obligations relating to all benchmarks (excluding those on interest rates and currencies) for sustainability profiles); 2) a regulatory framework that establishes minimum requirements for the EU climate transition reference indices (defining such those whose underlying assets are selected, weighted or excluded so that the portfolio to which the index refers follows a decarbonization trajectory ) and the EU reference indices aligned with the Paris Agreement at Union level (defining them as those in which: a) the underlying assets are selected, weighted or excluded so that the issues of the portfolio to which the index refers are aligned with the objectives of the Paris Agreement adopted under the United Nations Framework Convention on Climate Change; b) the activities related to the underlying activities do not significantly damage other ESG objectives).

<sup>11</sup> The power to adopt delegated acts is conferred on the Commission for a period of five years from the date of entry into force of the Benchmark regulation.<sup>28</sup> The Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG) is a group of 35 experts on sustainable finance, set up by the European Commission. Its function is to support the Commission in implementing the Action Plan approved in May 2018, through in-depth studies on: SRI taxonomy, or a unique system of classification of economic activities that can be defined as “sustainable” (with priority to the issues of mitigation and adaptation to climate change); improvement of the guidelines on the reporting of activities related to climate change by banks, insurance companies and other large companies; common criteria for the construction of low-carbon and positive-carbon impact benchmarks, that is, reliable reference parameters to reduce the risk of greenwashing and increase market transparency; Green Bond Standard, a European quality certification for green bonds. The TEG started its work in July 2018. The mandate of the SRI taxonomy, benchmark and Green Bond Standard subgroups, whose completion was expected in June 2019, has been officially extended until the end of 2019. The members of the TEGs come from civil



June 2019, the Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG)<sup>28</sup>, in line with the provisions of the Regulation, presented an interim report, which was followed by a final report of September 30, 2019 concerning the technical advice that will be used. by the Commission as a basis for the delegated acts of the regulation itself.

In the technical opinion, the TEG recommends (i) minimum technical requirements for the methodologies concerning the two new types of benchmarks, with the aim of mitigating the risk of greenwashing, and (ii) disclosure requirements on ESG factors for all indices (excluding, as mentioned, those on interest rates and currencies) in order to strengthen the transparency and comparability of infor-

---

society, academia and finance, as well as from European and international public bodies. The TEG works through plenary sessions and subgroup meetings which have been established for each of the four study themes.

mation between the benchmarks. In detail, the TEG Report provides that stringent requirements must be met in order for a reference index to qualify as a European climate index, that is, EU Climate Transition Benchmark (EU CTB) and EU Paris-aligned Benchmark (EU PAB)<sup>12</sup>. In fact, the climate benchmarks must demonstrate a significant reduction in the overall intensity of greenhouse gas emissions compared to their investment universes. This assessment must gradually integrate emissions within a four-year period for sectors in which the impact on climate change is significant but located outside the direct operating borders (such as oil and gas and transport). This relative minimum carbonization is set at 30% for EU CTBs and 50% for EU PABs. Moreover, the climate benchmarks must be sufficiently exposed to the sectors relevant for the fight against climate change, in other words, the decarbonization<sup>13</sup> cannot take place through a shift in the allocation from sectors with high potential impact on climate change (for example energy, transport, production) to sectors with intrinsically limited impact (e.g. healthcare, media). The exposure to “high impact sectors” must therefore be at least the exposure of the underlying investment universe. Finally, climate-related benchmarks

---

<sup>12</sup> Vedi: [https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group_en)

<sup>13</sup> In detail, the main statistics indicate that the world’s fossil CO<sub>2</sub> emissions in 2018 touched 37.1 gigatons (therefore 37.1 billion tons of carbon dioxide). The increase compared to 1990 is 63%. In 2017, the 6 largest CO<sub>2</sub> producers (China, USA, European Union, India, Russia and Japan) emitted 68% of the global fossil carbon dioxide. However, all except the USA (-0.8%) compared to 2016 increased emissions: India (+ 3.5%), the European Union and Russia (+ 1.1%), China (+ 0.9%) and Japan (+ 0.1%). China produced 9.8 billion tons, USA 5.3, EU28 3.5 while India 2.5. Together they make up 58% of global CO<sub>2</sub> emissions. CO<sub>2</sub> emissions in Europe decreased by 19.5% compared to 1990 and by 16.5% compared to 2005. Global CO<sub>2</sub> emissions in 2017 depend on: 40% of coal, 35% of oil, for 20% from gas, 4% from cement and 1% from other forms of combustion.

must demonstrate their ability to reduce their greenhouse gas emissions intensity on an annual basis. This minimum rate of “self-decarbonization” was set in accordance with the global de-carbonization trajectory implicit in the IPCC scenario: 1.5°C (without or with limited exceedance).

In addition, the percentage of greenhouse gas intensity reduction must be 7% on average per year. EU CTBs and EU PABs should exclude companies involved in arms (sale, production, etc.), companies that have operated in violations of global standards (ie the “UN Global Compact principles” and OECD Guidelines) or that are you have been involved in disputes resulting from significant damage to at least one of the six environmental objectives as well as companies that:

1. derive 1% or more of their revenue from coal exploration or processing activities;
2. derive 10% or more of their revenues from oil exploration or processing activities;
3. derive 50% or more of their revenues from exploration or processing of natural gas;
4. derive 50% or more of their revenues from the production of electricity with a greenhouse gas of the life cycle intensity greater than 100 gCO<sub>2</sub>e/kWh; in addition, the defined ratio of the “green to brown share coefficient” must be at least equal for EU CTBs and multiplied by at least 4 for EU PABs.

The benchmark Regulation also prescribes the criteria regarding the transparency of the methodology and the Benchmark statement<sup>14</sup>. The new disclosure requirements apply to a wide range of indices available on the market and in relation to the various underlying asset classes. The TEG proposes to establish disclosure requirements based on how the market currently understands that ESG factors and

---

<sup>14</sup> Vedi: Article 13 BMR Transparency of methodology) end Article 27 BMR Benchmark statement.

climate considerations can be integrated into the assessment of assets across various asset classes.

Consequently, the recommendations on the minimum information for the methodology document and the specifications for the benchmark statement must be adapted based on the validity of the data relating to the ESG factors and the considerations for a specific class of activity and, consequently, the indicators are proposed by class of activity. ESG disclosure models are described, as well as specifications for publishing ESG information.

#### **4. The Taxonomy Regulation**

The classification system (taxonomy) constitutes, in the intentions of the Board, the tool to give businesses and investors a clear and unambiguous definition of economic activities that can be considered eco-sustainable, in particular with the intention of reducing the fragmentation deriving from initiatives widespread on the market from national practices and greenwashing, ie the practice of marketing financial products as “green” or “sustainable” but which, in reality, do not meet the basic environmental standards<sup>15</sup>. The taxonomy Regulation, therefore, aims to

---

<sup>15</sup> The issue of ethical finance products in the broadest sense has been present for years in the financial landscape, they are not European. In this context, we point out the “green bonds”, or Green Bond, relatively new financial instruments, but which have known a rate of extraordinary growth from 2007 to today. They are bonds like all the others, whose emission is linked to projects that have a positive impact on the environment, such as energy efficiency, the production of energy from clean sources, the sustainable use of land, etc. The issue of Green Bonds is added to that of Social Bonds and Sustainable Bonds. Social Bonds represent a bond loan aimed at supporting initiatives of high social interest and allow individual economic objectives (to obtain an adequate return on the investment) to be combined in the investment choices with those of general interest values (to favor the realization of initiatives that create value for society). Through Sustainable Bonds, on the other hand, investors are offered

limit the reference legal framework necessary for the establishment of uniform criteria to determine the environmental sustainability of an economic activity, in order to identify the degree of sustainability of an investment; it applies to measures taken by Member States or the Union that establish obligations for market operators with respect to financial products or corporate bonds marketed as eco-sustainable, as well as to participants in financial markets that offer financial products defined as eco-sustainable investments.

In particular, to be considered eco-sustainable, economic activities will have to contribute substantially to the achievement of at least one of the following six environmental objectives, namely, mitigation and adaptation to climate change, sustainable use and protection of water and marine resources, transition to a circular economy, pollution prevention and control, protection and restoration of biodiversity and ecosystems; moreover, they must not cause significant damage to any of the aforementioned environmental objectives, be carried out in compliance with the minimum social and housekeeper safeguard guarantees, comply with the technical screening criteria (established by the Commission with delegated acts for each environmental objective)<sup>16</sup>.

---

the opportunity to combine their financial objectives with those of social and environmental sustainability, to support sustainable projects in the beneficiary member countries. These projects are aimed at reducing poverty and developing various sectors such as, for example, education, health, agriculture and infrastructure.

<sup>16</sup> See: Technical Expert Group on Sustainable Finance - Taxonomy pack for feedback and workshops invitations, December 2019 “[...] *An EU taxonomy would fill these gaps, as it would inter alia: • create a uniform and harmonised classification system, which determines the activities that can be regarded as environmentally sustainable for investment purposes across the EU; • address and avoid further market fragmentation and barriers to cross-border capital flows as currently some Member States apply different taxonomies; • provide all market participants and consumers with a common understanding and a*

In September 2019, the European institutions started the work of the Trilogue on the proposal for the Taxonomy Regulation, based on the general approach reached by the Council on 24 September 2019 and in accordance with the resolution of the European Parliament of 28 March 2019.

## **5. Delegated acts: MIFID, AIFMD, IDD and UCITS**

The European Commission, as a whole of the legislative initiatives for sustainable finance put into consultation in May 2018, has also included the draft of a Regulation containing amendments to the Delegated Regulation (EU) 2017/565 implementing MiFID II - Markets In Financial Instruments Directive - and the Delegated Regulation (EU) 2017/2359 implementing the 2016/97 IDD - Insurance Distribution Directive.

The proposed amendments to the Delegated Regulation implementing MiFID II, published in January 2019, are aimed at integrating sustainable finance into the provision of investment services. In particular, the following areas are subject to review: organizational measures, including risk management and conflicts of interest management; customer information (e.g. on the nature and risks of financial instruments); adequacy assessment. With reference to customer information, changes are envisaged:

---

*common language of which economic activities can unambiguously be considered environmentally sustainable/green; • provide appropriate signals and more certainty to economic actors by creating a common understanding and single system of classification while avoiding market fragmentation • protect private investors by avoiding risks of green-washing (i.e. preventing that marketing is used to promote the perception that an organization's products, aims or policies are environmentally-friendly when they are in fact not); • provide the basis for further policy action in the area of sustainable finance, including standards, labels, and any potential changes to prudential rules". <https://ec.europa.eu/>*

i) the disclosure regarding the nature and risks of the financial instruments which must also take into account any ESG considerations; ii) the information on the individual management service with regard to the type of financial instruments that can be included in the client's portfolio, which must also be based on the preferences of the same in terms of sustainability; iii) the information to be provided in the advisory service regarding the description of the factors to be considered in

---

[info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/sustainable-finance-taxonomy-feedback-and-workshops\\_en.pdf](https://info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/sustainable-finance-taxonomy-feedback-and-workshops_en.pdf)

the process of selecting the financial instruments to be recommended, which will also have to enhance ESG factors. On the other hand, with regard to the adequacy assessment, the proposed changes are centered on the following profiles:

i) in the acquisition and evaluation phase of the information relating to the client's investment objectives, any ESG-type preferences must be enhanced, in addition to the aspects of financial nature already considered; ii) as part of the processes and procedures aimed at ensuring adequate knowledge of the products they intend to recommend, any ESG considerations should be included; iii) in the suitability report intended for retail customers, evidence of the adequacy of the recommendation provided also due to the client's ESG preferences must be provided.

I In parallel, the European Commission asked ESMA to provide a technical opinion on the identification of further possible changes to be made to the MiFID II implementation provisions on investment services, as well as to the implementation provisions of the UCITS directives (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) pursuant to European Parliament Directive

2009/65/ EC of 13 January 2009<sup>17</sup> and Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) pursuant to European Parliament and Council Directive 2011/61/EU of 8 June 2011 in order to achieve a complete integration of the sustainability profiles of investments within the current financial services regulation.

Consequently, on April 30, 2019 ESMA sent its technical advice ESMA35-43-1737 on MiFID II<sup>18</sup> to the European Commission, and document ESMA34-45-688, relating to the UCITS framework and the AIFM<sup>19</sup> framework. In detail, in the Technical advice relating to investment services (MiFID II), ESMA proposed interventions with reference to organizational measures, including risk management and conflicts of interest management, as well as the product governance discipline. Furthermore, interventions and modifications were also proposed with reference to the consulting and management service. In this regard, ESMA’s proposals on the directive concern the modification of art. 21 “General organizational requirements”, with the addition of ESG elements in company processes (for example, staff training) and the modification of art. 23 “Risk management”, with the integration of sustainability risk in the policies and, therefore, in the risk management

---

<sup>17</sup> Commission Delegated Directive (EU) 2017/593 of 7 April 2016 which integrates Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards the protection of financial instruments and client funds, the governance obligations of products and the applicable rules for the provision or receipt of monetary or non-monetary fees, commissions or benefits.

<sup>18</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43--737\\_final\\_](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43--737_final_report_on_integrating_sustainability_risks_and_factors_in_the_mifid_ii.pdf)

[report\\_on\\_integrating\\_sustainability\\_risks\\_and\\_factors\\_in\\_the\\_mifid\\_ii.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43--737_final_report_on_integrating_sustainability_risks_and_factors_in_the_mifid_ii.pdf).

<sup>19</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-45-688\\_final\\_](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-45-688_final_report_on_integrating)

[report\\_on\\_integrating\\_sustainability\\_risks\\_and\\_factors\\_in\\_the\\_ucits\\_directive\\_and\\_the\\_aifmd.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-45-688_final_report_on_integrating_sustainability_risks_and_factors_in_the_ucits_directive_and_the_aifmd.pdf)



processes, introducing controls by compliance and internal audit.

As for the issue of “conflicts of interest”, the ESMA proposal is substantiated in a new “Recital” with practical examples, as well as, in the principle that the distribution of sustainable products could be the source of new conflicts and, therefore, they must be identified and managed. Furthermore, the proposed amendments to the Delegated Regulation focus, first of all, on the requirements for producers and distributors of financial products, with the integration of ESG factors; in detail, on art. 9 “Requirements for producers”, with the obligation to consider ESG elements in the definition of the reference market for products (where, of course, this was relevant) and in considering ESG elements also in the periodic review of products; mirror changes to those suggested for manufacturers are envisaged for distributors, pursuant to art. 10 reg. of the. “Requirements for distributors”.

With reference, however, to the consulting and management service, the proposed changes concern, in particular, the “Collection of information”, pursuant to art. 54 Reg. Del., i.e. the obligation to collect information from customers regarding their preferences in environmental, social and governance matters, and the “Characteristics of the instruments”, pursuant to art. 54 Reg. Del., As well as the obligation to consider the ESG characteristics of the products subject to investment advice and/or portfolio management (in addition to cost, risks and complexity).

In the Technical advice relating to asset management (delegated acts of the UCITS and AIFM directives), changes were highlighted regarding the discipline regarding organizational measures, operating conditions of the activity and risk management. On April 30, 2019, EIOPA published a Technical advice concerning the integration of

sustainable finance in the IDD disciplines (in addition to the aforementioned proposal for a delegated regulation from the European Commission) and Solvency II (EIOPA-BoS-19/172, Integration of sustainability risks and factors in the delegated acts under Solvency II and IDD) to take into account ESG factors and risks in the context of the structuring of insurance products and distribution activities<sup>20</sup>.

As regards the IDD, the changes proposed by EIOPA regarding the discipline of conflicts of interest are substantiated in the introduction of a new recital in the Delegated Regulation (EU) 2017/2359, which requires insurance companies and IBIP distributors ( that is, Insurance based investment products)<sup>21</sup> to take into consideration also the conflicts deriving from the consideration of ESG factors in the identification and management of conflicts of interest; in addition, also art. 3, par. 1, of the same Delegated Regulation, would be integrated with the provision that the ESG objectives of customers, where relevant, should be included among the factors to be considered in identifying the types of conflicts of interest that may arise in the context of the activity. The ESG have become drives for the distribution of investment products and services, in particular retail savers are showing attention to the “sustainability” profiles in choosing their

---

<sup>20</sup> The draft regulation amending delegated regulation (EU) 2359/2017 is aimed at integrating the rules concerning the adequacy assessments of the products being distributed, also taking into consideration any customer preferences regarding ESG. EIOPA’s Technical Advice is aimed instead at identifying the content of a delegated regulation amending the delegated acts of the Solvency II and IDD directives, with a view to including sustainable finance in the provisions concerning conflicts of interest and product governance.

<sup>21</sup> IDD defines IBIP as an insurance product that has a maturity or redemption value and in which that maturity or redemption value is exposed in whole or in part, directly or indirectly, to market fluctuations, and does not include: i non-

investments<sup>22</sup>. As evidence, the multiplication of advertising campaigns aimed at customers interested in the so-called sustainable investments<sup>23</sup>.

life insurance products listed in Annex I of Directive 2009/138/EC (Non-life insurance branches); life insurance contracts, where the benefits provided for in the contract are due only in the event of death or inability due to injury, illness or disability; pension products which, under national law, are recognized as having the primary purpose of offering the investor an income during retirement and which allow the investor to enjoy certain advantages; the officially recognized business or professional pension schemes that fall within the scope of Directive 2003/41/EC or Directive 2009/138/EC; the individual pension products for which national law requires an employer financial contribution and in which the worker or employer cannot choose the supplier or pension product. Pending the definition and application of the legislative amendments, it should be noted that, however, the substantial current regulation contains certain instructions that intermediaries<sup>41</sup> must comply with in the provision of investment services, which allow to guarantee correct information on the characteristics of the products placed and, therefore on the ESG nature of the products.

---

<sup>22</sup> The Observatory on sustainable lifestyle created by LifeGate in collaboration with Eumetra MR, shows that in Italy there are almost 38 million individuals interested in ESG issues - i.e. 74% of the population - which means almost 10 million more than in 2017. The data disclosed during the event of NN Investment Partners, confirm this trend also in the field of investments. 8% of the interviewees, equal to about 4 million Italians (with an incremental trend of +2% compared to 2017) is in fact aware of the existence of solutions for environmental and social sustainability. Of these, 2% have already invested part of their savings in sustainable investment funds (equal to approximately 1 million Italians), the remaining 6% have not yet decided whether to choose this type of product. 24% have heard of it but do not know exactly what it is and 68% have never heard of it. Regarding the propensity to choose different investment opportunities, for the same return, 76% of the sample interviewed would opt for a sustainable investment.

<sup>23</sup> Purposeful communication has been a marketing trend since 2019: according to the results of the second edition of the monitoring “Communication that is good for you. To the environment”, an analysis of the Italian creativity of companies that combine advertising with responsibility, 173 brands embraced the theme of environmental sustainability in the second quarter of 2019 (from May

---

to September 2019), there were 85 in the first quarter of 2018, an acceleration of +51%. The study conducted by BeIntelligent - EG Media's online platform - in collaboration with The Easy Way, registered 429 unique creatives used in advertising messages from May to September 2019. The first evidence of the analysis is the solicitation to which the consumer is subjected : just over a year ago there were "only" 146 environmental-themed creatives (compared to the current 429): an increase of 66%, which means a growing incentive to consider ecological issues and to assimilate them to responsible business conduct.<sup>41</sup> Ex art. 35, paragraph 1, lett. b) of the Intermediaries Regulation n. 20307/2018: Intermediaries are to be considered "[...] *the SIM, including the companies referred to in Article 60, paragraph 4, of Legislative Decree no. 415 of 1996, the Italian banks authorized to provide investment services and activities, the asset management companies authorized to provide the portfolio management service, the investment advisory service and the reception and transmission service of orders, the EU management companies that provide the portfolio management service and the investment advisory service in Italy, through a branch establishment, the EU AIFMs with a branch in Italy, which provide the portfolio management service, the investment advisory service and the order reception and transmission service, investment firms and EU banks with branches in Italy, as well as third country firms authorized in Italy to provide investment services and activities. "Authorized intermediaries" or "intermediaries" are also understood to be the brokers, the financial intermediaries registered in the register provided for in article 106 of the TUB, the company Poste Italiane - Banco Posta Services Division authorized pursuant to article 2 of the Presidential Decree n. 144 of 14 March 2001, limited to the provision of investment services and activities to which they are authorized*". Incidentally, the regulation on investment services also applies to independent financial advisors pursuant to art. 18-*bis* of the d. lgs. n. 58/1998 and to the financial consultancy companies referred to in art. 18-*ter* of the same d. lgs. n. 58/1998, pursuant to the provisions of the Intermediaries Regulation, implementing art. 31, paragraph 6, of the d. lgs. n. 58/1998, as amended by art. 9, paragraph 1, lett.

o) of the European Delegation Law 2014, n. 114 of 9 July 2015, in accordance with art 3 of MiFID II. From 1 December 2018, the supervisory powers over these subjects are the responsibility of the Financial Advisors Body, pursuant to art. 13, paragraph 1-*ter*, of the decree-law of 16 October 2017, n. 148 c.d. D.L. Fisco (converted with law n.172 of 4 December 2017).

In particular, in the recent "Guidelines on some aspects of the adequacy requirements of MiFID II"<sup>24</sup>, the European

---

<sup>24</sup>

[http://www.consob.it/documents/46180/46181/esma35\\_43\\_1163.pdf/0594bad](http://www.consob.it/documents/46180/46181/esma35_43_1163.pdf/0594bad)

Authority (ESMA) has recognized as good practice for operators to evaluate non-financial elements when collecting information on the objectives of customer investment, also acquiring news about customer preferences on environmental, social and governance factors. Again according to the aforementioned Guidelines, this information should be sufficiently fragmented and consistent with the criteria adopted for the classification of sustainable products, and this to allow a complete consideration in the context of the adequacy assessment.

Furthermore, in the “Guidelines on product governance obligations under MiFID II”<sup>25</sup>, ESMA indicated in paragraph 18, letter e), that, within the “*customer needs and objectives*”, a specific product can “*be designed with particular characteristics to achieve specific investment objectives such as [...] the green investment, that is, the ethical investment, etc.*”.

This indication, contained in the part of the Guidelines dedicated to producers, is specifically referred to also for distributors.

On the other hand, in the context of the regulation on advertising and promotional information and communications<sup>26</sup>, the following obligations of

---

d-e955-4338-9b41-b3104da0fbf2, for the Italian version of 6 November 2018 (ESMA35-43-1163 IT). On November 29, 2018, through a specific notice, Consob communicated that it complies with the Guidelines in question, integrating them into its supervisory practices.

<sup>25</sup> [http://www.consob.it/documents/46180/46181/esma35\\_43\\_620.pdf/c52e9667-eaeb-4276-b2f6-ded69d9e940a](http://www.consob.it/documents/46180/46181/esma35_43_620.pdf/c52e9667-eaeb-4276-b2f6-ded69d9e940a), for the Italian version of 5 February 2018 (ESMA35-43-620 IT). On 22 February, through a specific notice, Consob communicated that it complies with the Guidelines in question, integrating them into its supervisory practices.

<sup>26</sup> See art. 36, of the Intermediaries Regulation n. 20307/2018 and the articles referred to therein in the Delegated Regulation (EU) 2017/565.

intermediaries are relevant for the purposes of what is argued:

- to provide the customer with information that is correct, clear and not misleading, including in the context of advertising and promotional communications<sup>27</sup>;
- to ensure that the information contained in marketing communications is in line with that provided to customers in the context of the provision of investment services and ancillary services<sup>28</sup>;
- to provide customers or potential customers, in good time before providing them with investment services or ancillary services, a general description of the nature and risks of the financial instruments, taking into account, in particular, the classification of the customer as a retail customer , professional client or qualified counterparty<sup>29</sup>.

On the other hand, in the domestic system, the additional information and reporting obligations provided for in Articles 136 and 137 of the aforementioned Intermediaries Regulation no. 20307/2018, relating to products and services qualified as “ethical” or “socially responsible”. Finally, pursuant to Consob Resolution no. 17297/2010, the intermediaries must give account of the measures adopted and the controls carried out in the context of the periodic communications sent to Consob, and with specific reference to the reports on the methods of carrying out the investment services and activities (“Report on the organizational structure” for SGR and SGA that perform investment services and/or market their own or third party UCITS), it should be noted that, in addition to the periodic communication to be transmitted by March 31 of each year, any significant infra annual updates on company processes

---

<sup>27</sup> See art. 36, of the Intermediaries Regulation n. 20307/2018.

<sup>28</sup> See art. 46, paragraph 5, of the Delegated Regulation (EU) 2017/565.

<sup>29</sup> See art. 48, paragraph 1, of the Delegated Regulation (EU) 2017/565.

must be illustrated to Consob by sending a specific information, the so-called ‘Per event’, in the terms provided by the aforementioned resolution 17297/2010.

All this having been said, however, cannot fail to highlight the need for rapid intervention to avoid that, in a context of information asymmetries and strong competition such as that of the financial market, intermediaries adopt behaviors that are not aligned with the care of the client’s interest. passing off products that are not actually green (so-called ‘greenwashing’).

## **6. European Ecolabel for financial products and green bond standards.**

As we have already seen, the Commission’s Action Plan envisages a specific conduct aimed at defining standards and brands for sustainable financial products. The Commission, in fact, believed that the presence of a dedicated brand contributes to protecting trust in the sustainable financial market and its integrity and could prove particularly useful for retail investors with ESG investment preferences, facilitating access to these products. It also notes that, on the contrary, the absence on the market of products bearing an appropriate identification mark may even prevent direct use of private capital for investments of this type.

To this end, the Commission has announced, in the aforementioned Action Plan, that it intends to use the regulatory framework of the EU Ecolabel (European Regulation no. 66/2010) to create an optional brand assignment regime for sustainable financial products<sup>30</sup>.

---

<sup>30</sup> The EU Ecolabel system is included in the Community policy on sustainable consumption and production, the aim of which is to reduce the negative impacts



Consequently, the Environment DG of the European Commission launched, at the end of 2018, using the technical support of the Joint Research Center (JRC) of the same Commission<sup>49</sup>, the process to define the criteria for an optional Ecolabel on financial products. The draft criteria proposal, published in March 2019, identified a first group of financial products potentially affected by the brand and defined the criteria for investment in sustainable activities and the information-related obligations related to the use of the brand. In particular, the Ecolabel-branded financial products are PRIIPS (Packaged Retail Investment And Insurance-Based Investments)<sup>50</sup>, UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities)<sup>51</sup> and RAIF (Retail Alternative Investment Funds) as well as insurance products with an investment component.

Therefore, five criteria are identified for the definition of the new Ecolabel, of which the first three concern the activity of the issuers (if corporate, sovereign states, etc.) whose financial instruments (i.e., shares and bonds in particular) are object of investment by the fund or, in any case,

---

and services born in 1992 with the certification of the European regulation n. 880/92.

<sup>49</sup> The Joint Research Center (JRC), (in English: Joint Research Center, JRC), is a directorate-general of the European Commission: DG-JRC (Directorate-General Joint Research Center), which has seven research institutes spread across five European Union member countries (Belgium, Germany, Italy, the Netherlands and Spain).

---

of consumption and production on the environment, health, climate and natural resources. The system is intended to promote, through the use of the EU Ecolabel, products that have high environmental performance. In this sense, the EU Ecolabel is the European Union's eco-label which distinguishes the products and services which, while representing the standardized performance standards, are characterized by a reduced environmental impact throughout the entire life cycle. The label is the European environmental certification mark for products

<sup>50</sup> PRIIPs are products whose value is subject to fluctuations due to exposure to reference variables or to the performance of one or more underlying assets. They are characterized by an assembly process aimed at creating products that have different exposures, characteristics or cost structures than direct holding. They are mutual investment funds, insurance products with an investment component (unit-linked etc.), structured products and deposits, convertible bonds, derivatives and products issued by SPV.

<sup>51</sup> This is an harmonized open fund governed by European law pursuant to Directive 2009/65/EC (Collective Investment Schemes - UCITS). UCITS funds, established as investment companies (SICAVs) or as investment funds (FCP), can be marketed throughout the European Union, and subscribed by all categories of investors (institutional, qualified and retail).

included in the structured product. The last two criteria deal with defining information and publicity obligations for the benefit of the retail investor and the general public. With regard to the first criterion, it concerns the selection of instruments to be included in the portfolio, according to a system of percentage investment thresholds; in fact, at least 70% of the portfolio's asset value is expected to be invested in "green economic activities". For the shares held in the portfolio, at least 90% must be attributable to a number of issuers with a turnover made up of at least 50% of "green activities", according to the definition of the Taxonomy Regulation. For bonds, however, at least 70% of the value of all the bonds included in the portfolio must fully comply with the Green Bond Standard of the European Union (EU GBS)<sup>31</sup>. To conclude, at national level it is represented that the work related to the Ecolabel is followed by the Ministry of the Environment that participates in the meetings at European level and that deals with involving issuers,

---

<sup>31</sup> The Action Plan provides that the TEG, as part of the measures aimed at creating standards and brands for sustainable financial products, publishes a report on the definition of a European standard on green bonds (EU-GBS), which was then published in June 2019. The "EU Green Bond Standard" Report proposes to the Commission a standard for green bonds which any issuer of bonds or other debt instruments can adhere to on a voluntary basis. In this way, any debt instrument issued by an issuer (of the Union or not) can be classified as an EU Green Bond when it is aligned with the EU-GBS.

managers, intermediaries and trade associations in order to collect useful information to be reported in the subsequent stages of the criteria definition process.

## **7. Other changes to frameworks conferred with the Action Plan.**

In addition to the regulatory acts envisaged by the Action Plan on sustainable finance, the new approach determines the need for a series of “adjustments” on various regulatory acts, such as first of all the Regulation of the European Parliament and of the Council which amends the Regulations establishing the Authorities of European supervision, the EUVECA, EUSEF and ELTIF Regulation, the MiFIR Regulation, Regulation (EU) 2017/1129 (so-called ‘Prospectus Regulation’) and the related delegated regulations (Delegated Regulation (EU) 2019/980 and Delegated Regulation (EU) 979/2019), Directive 2013/36 / EU and Regulation (EU) 575/2013 relating to CRD IV and CRR, as well as Regulation (EU) 2019/1238 (so-called ‘PEPP-pan-European individual pension products’) and Directive (EU) 2017/828 (so-called ‘Shareholders Right’).

In this sense, the corrections proposed in the Regulation amending the Regulations establishing the European Supervisory Authorities take note that the financial system takes on the challenges of sustainability and signal the general objective of sustainability in addition to the objectives already envisaged to strengthen stability and the effectiveness of the financial system across the European Union and to improve consumer and investor protection<sup>32</sup>; this means for supervisors the burden of helping to identify and report the risks that environmental, social and

---

<sup>32</sup> Recitals 1, 8 and 9 as well as articles 1, 2 and 3 of the Regulation.

governance factors pose to financial stability and, as an authority with extensive knowledge of the financial sector, to provide guidance on how to integrate effectively sustainability considerations in the relevant EU financial legislation and promote their consistent implementation at the time of adoption. The amendments to the Prospectus Regulation (and the related delegated Regulations) essentially consist in the integration, in the information set relating to the offers of financial products of subjects subject to the prospectus obligation, of environmental, social and corporate governance risks, when they they can constitute specific and significant risks for the issuer and its securities; in particular, the description of the issuer's strategy and business objectives must take into account the issuer's challenges and future prospects, to the extent necessary to understand the issuer's performance, results or situation, with key indicators both financial and, if applicable, non-financial benefits relevant to the specific activity of the issuer.

More incisive, however, the changes to Regulation (EU) 2019/1238 the so-called 'PEPP' (on pan-European individual pension products) published on 25 July 2019, which, as is known, establishes uniform rules on the registration, creation, distribution and supervision of individual pension products distributed in the Union. The changes start from the consideration that, firstly, both the adequacy of income and the financial sustainability (added part, ed.) Of national pension systems are essential for the stability of the Union as a whole<sup>33</sup> and that savings in PEPP should be invested taking "[...] into account ESG factors

---

<sup>33</sup> Recital 4: "A substantial part of old-age pensions is paid under public schemes. Without prejudice to the exclusive national competence regarding the organization of pension systems, as established by the treaties, the adequacy of income and the financial sustainability of national pension systems are essential for the stability of the Union as a whole".

*such as those set out in the Union's climate and sustainability objectives as defined in the Paris Agreement on Climate Change (Paris Agreement), the Sustainable Development Goals and the Guiding Principles of Nations United on business and human rights"*<sup>34</sup>. In this way, *"the PEPP will represent a step forward for the improvement of the integration of capital markets, thanks to its support for the long-term financing of the real economy, taking into account the long-term retire-*

---

<sup>34</sup> Recital 51: *"Given that the investments relating to individual pension products are long-term, particular attention should be paid to the long-term consequences of the allocation of assets. In particular, ESG factors should be taken into account. Savings in PEPP should be invested taking into account ESG factors such as those set out in the Union's climate and sustainability objectives as defined in the Paris Agreement on Climate Change (Paris Agreement), the Sustainable Development Goals and United Nations Guiding Principles on Business and Human Rights"*.

*ment character of the product and the sustainability of the investments.”. From this it follows that the “creation of an individual pension product that will have a long-term pension character” must take into account “the environmental, social and governance factors (ESG factors) referred to in the principles for responsible investment supported by the United Nations”. Therefore, given that the individual pension product has the nature of long-term investments, it is expected that: “[...] PEPP suppliers are encouraged to allocate a sufficient part of their portfolio of assets in sustainable investments in the real economy, with economic benefits to long term.”<sup>35</sup>*

In this way, “the PEPP will represent a step forward for the improvement of the integration of capital markets, thanks to its support for the long-term financing of the real economy, taking into account the long-term retirement character of the product and the sustainability of the investments.”. From this it follows that the “creation of an individual pension product that will have a long-term pension character” must take into account “the environmental, social and governance factors (ESG factors) referred to in the principles for responsible investment supported by the

---

<sup>35</sup> Recital 11: “*The Capital Markets Union will help mobilize capital in Europe and channel it to all businesses, including small and medium-sized enterprises, infrastructure and long-term sustainable projects, which need it to expand and create jobs. work. [...] To this end, the PEPP will represent a step forward for the improvement of the integration of capital markets, thanks to its support for the long-term financing of the real economy, taking into account the long-term retirement character of the product and the investment sustainability.*”<sup>57</sup>

Recital 8: “*This regulation allows the creation of an individual pension product which will have a long-term pension character and will take into account the environmental, social and governance factors (ESG factors) referred to in the principles for responsible investment supported by the Nations. Unite as far as possible will be simple, secure, reasonably priced, transparent, consumer friendly and portable at Union level and will integrate existing systems in the Member States*”.

United Nations”<sup>57</sup>. Therefore, given that the individual pension product has the nature of long-term investments, it is expected that: “[...] PEPP suppliers are encouraged to allocate a sufficient part of their portfolio of assets in sustainable investments in the real economy, with economic benefits to long term”<sup>36</sup>.

Also the Directive (EU) 2017/828 the so-called ‘Shareholders Right’, which following the adoption on 3 September 2018 of the Implementing Regulation (EC) 2018/1212, must be implemented by 3 September 2020, provides for provisions related to sustainability. In effect, it addresses companies admitted to trading on a regulated market, and the subject matter relating to the identification principles of shareholders, the transparency of institutional investors, asset managers and voting consultants, as well as the involvement in defining the remuneration and transparency and control policies by shareholders on transactions with related parties, requires the disclosure of information relating to company policy and, therefore, also with reference to the sustainability of the activities put in

---

<sup>36</sup> Recital 49: “*Considering the long-term nature of their liabilities, PEPP providers are encouraged to allocate a sufficient part of their portfolio of assets in sustainable investments in the real economy, with long-term economic benefits, particularly in projects and infrastructure companies.*”.

place. See, in particular, Recitals 29<sup>37</sup>, 20<sup>38</sup> and 22<sup>39</sup>, as well as articles 9-*bis* “right to vote on the remuneration policy”, 3-*octies*, paragraph 1, 3-*nonies*, paragraph 2 and 3-*decies*, paragraph 1 .

## **Comment on the regulated framework for sustainability in the financial services sector and regulatory technical standards (RTS)**

*Lawyer Catia Maietta*

### **1. Content and purpose of the Financial Sustainability**

#### **Regulation**

On November 8, 2019, the Council of the European Union adopted the Regulation on disclosure on sustainability in the financial services sector<sup>40</sup>. The content of this act is part of

---

<sup>37</sup> Recital 29: “*The remuneration policy should contribute to the corporate strategy, long-term interests and sustainability of the company and not depend in whole or in part on short-term objectives. Directors’ results should be assessed using both financial and non-financial criteria, including, where appropriate, environmental, social and governmental factors*”.

<sup>38</sup> Recital 20: “*states that asset managers provide sufficient information to the institutional investor to enable it to assess whether and how the manager acts in the investor’s best long-term interest and whether the asset manager implements a strategy that allows an efficient commitment of the shareholders [...]. This disclosure should include the report on the main medium and long-term material risks associated with portfolio investments, including corporate governance issues and other medium and long-term risks*”.

<sup>39</sup> Recital 22: “*The asset manager should also inform the institutional investor if the asset manager makes investment decisions based on an assessment of the medium and long-term results of the investee company, including non-financial results, and if so in what ways*”.

<sup>40</sup> REGULATION (EU) 2019/2088 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 27 November 2019.



the Commission's wider initiative on "sustainable development"<sup>41</sup>. It lays the foundations for a European Union framework that places environmental, social and governance (ESG) considerations at the center of the financial system, in order to facilitate the transformation of the European economy into a more "green", more resilient and circular. In order for investments to become more sustainable, the related decision-making process should take ESG factors into account when assessing aspects such as greenhouse gas emissions, resource depletion or working conditions.

The regulation aims to coherently integrate ESG considerations into the investment and consultancy process in the various sectors. This should ensure that participants in financial markets - such as management companies of undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), managers of alternative investment funds (AIFMs), insurance companies, corporate or professional pension institutions (EPAP), European venture capital fund managers (EuVECA), European social entrepreneurship fund managers (EuSEF) and insurance product distributors or investment advisors who receive a mandate from their clients, or beneficiaries, to make investment decisions on their behalf - integrate ESG

---

<sup>41</sup> On September 25, 2015, the United Nations General Assembly adopted a new global framework for sustainable development: the 2030 Agenda for Sustainable Development (2030 Agenda), focused on the objectives of sustainable development (SDG). The Commission communication of 22 November 2016 on the next steps for a sustainable European future links the SDGs to the Union's strategic framework to ensure that all Union strategic actions and initiatives, internally and globally, take into account beginning of the sustainable development goals. In its conclusions of 20 June 2017, the Council confirmed the commitment of the Union and its Member States to implement the 2030 Agenda in a comprehensive, coherent, comprehensive, integrated and effective way, and in close cooperation with partners and others stakeholders.

considerations into internal processes and inform customers about it.

In addition, to allow investors to compare the carbon footprint of investments, reference is made to the definition of reference indices for low carbon emissions and for the positive impact in terms of carbon.

In particular, the Regulations:

- takes care of establishing common criteria for establishing whether an economic activity is “eco-sustainable”;
- the process involving a multilateral platform, for the establishment of a unified classification system of the European Union based on a set of specific criteria, to establish which economic activities are considered sustainable.

In this way, economic operators and investors will have clear which activities are considered sustainable and could take them into account in investment decisions. Such a system will make it possible to guarantee investment strategies geared towards economic activities that actually contribute to the achievement of environmental objectives while at the same time meeting the minimum social and governance standards. Greater clarity on what can be considered an environmentally sustainable investment will facilitate access to the cross-border capital market.

With these assumptions, the regulation intends to reduce the information asymmetry in the main-agent relationship, with reference to “*the integration of sustainability risks, the consideration of negative effects for sustainability, the promotion of environmental or social characteristics, and sustainable investments by obliging financial market participants and financial advisors to make pre-contractual and ongoing information for final investors, if they act as*”

*agents on behalf of (main)<sup>42</sup> final investors”* with the aim of facilitating access to the activities of the various actors financial markets, allow them to operate within an increasingly detailed regulatory framework, with greater protection of the so-called ‘Final investors’, to provide them with the tools to make increasingly aware decisions on investment choices (also with a view to the commitments made within the United Nations General Assembly with the adoption of the 2030 Agenda and the Sustainable Development Goals -SDG-)<sup>43</sup>

## **2. The obligations of disclosure transparency**

The regulation provides the ‘Financial Participants’ and ‘Financial Advisors’ transparency obligations.

‘Financial Participants’ must be understood as<sup>44</sup>: - the insurance company that makes an insurance investment product (IBIP) available; o the investment firm that provides portfolio management services;

- the corporate or professional pension institution (EAPAP);
- the creator of a pension product; o the manager of alternative investment funds (AIFM);

---

<sup>42</sup> Fonte: <https://data.consulium.europa.eu/doc/document/pE-87-2019-INIT/en/pdf>

<sup>43</sup> The regulation integrates the disclosure obligations set out in directives 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU, (EU) 2016/97, (EU) 2016/2341, and in regulations (EU) no. 345/2013, (EU) no. 346/2013, (EU) 2015/760 and (EU) 2019/1238 as well as in national law governing personal and individual pension products. To ensure proper and effective control of compliance with this Regulation, Member States should rely on the competent authorities already designated under these rules.

<sup>44</sup> Art. 2, 1), REGULATION (EU) 2019/2088 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 27 November 2019.

- the supplier of a pan-European individual pension product (PEPP);
- the manager of a venture capital fund, recognized fiuridically;
- the manager of a qualified fund for social entrepreneurship, legally recognized;
- or the management company of a collective investment scheme securities (UCITS);
- or the credit institution that provides portfolio management services.

By ‘Financial Advisors’ are meant<sup>45</sup>:

- the insurance intermediary that provides insurance advice regarding IBIP;
- the insurance company that provides insurance advice regarding IBIP;
- the credit institution that provides investment advice;
- the investment firm that provides investment advice;
- AIFM which provides investment advice pursuant to art. 6, par. 4, letter b), into i), Directive 2011/61/EU;
- UCITS management company that provides investment advice pursuant to art. 6, par 3, letter b), point i) of Directive 2009/65/EC.

The disclosure obligations of financial participants are:

- **Transparency of sustainability risk policies**<sup>46</sup>: by publishing on its websites policies relating to the integration of sustainability risks in their investments or in their investment advice;

---

<sup>45</sup> Art. 2 11), REGULATION (EU) 2019/2088 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 27 November 2019.

<sup>46</sup> The sustainability risk *is identified in the event or condition of an environmental, social, or governance type which, if it occurs, could cause a significant actual or potential negative impact on the value of the investment.*

- **Transparency of negative effects on sustainability at the entity level:** Participants in the Financial Markets must inform investors about the main negative effects deriving from investment decisions on sustainability factors<sup>47</sup>. In particular, the following must be provided:
  - (i) information on the policies adopted to identify and categorize the main negative effects for sustainability, with indication of the related indicators;
  - (ii) a description of the main negative effects for sustainability and of any action taken/planned in this regard;
  - (iii) a brief summary of the commitment policies adopted;
  - (iv) references to compliance with responsible business codes of conduct and internationally recognized rules on due diligence and reporting.

The similar transparency obligations for financial advisors are:

- **Transparency of remuneration policies relating to the integration of sustainability risks:** at the heart of the disclosure, to be provided on the respective websites, there are also the remuneration policies and how these policies are consistent with the integration of sustainability risks;
- **Transparency of the integration of sustainability risks:** in this regard, information must be provided on:

---

<sup>47</sup> Are “sustainability factors”, *environmental, social and personnel issues, respect for human rights and issues related to the fight, corruption, active and passive.*

- (i) how sustainability risks are integrated into the relevant investment decisions/investment advice and insurance;
  - (ii) results of the assessment of the possible impacts of sustainability risks on the performance of these financial/insurance products.
- **Transparency of the promotion of environmental or social characteristics in pre-contractual information:** in the event that a specific financial product promotes certain characteristics, generally environmental or social, they must also be communicated:
    - (i) information on how these characteristics are respected;
    - (ii) if a benchmark has been identified, if and in what way this reference index is consistent with the characteristics promoted. Where an EU climate transition reference index or other index aligned with the requirements of the Paris Climate Agreement is not available.
  - **Transparency of the promotion of environmental and social characteristics on websites:** in this case, Participants in the Financial Markets are required to publish on their website, by way of example and not limited to:
    - (i) a description of the social or environmental characteristics, or the related sustainable investment objective;
    - (ii) information on the methods used for the evaluation, monitoring and measurement of these characteristics.

The protection of the information aims to achieve greater transparency, on how financial market participants and

financial advisors integrate sustainability risks in their investment decisions and in their investment or insurance consultancy. If the assessment of the sustainability risks leads to the conclusion that there are no sustainability risks deemed relevant for the financial product, the reasons should be explained. If the assessment leads to the conclusion that these risks are significant, it is appropriate to communicate, in qualitative or quantitative terms, the extent to which sustainability risks can affect the performance of the financial product. The sustainability risk assessments as well as the related pre-contractual information provided by the participants in the financial markets should contribute to the pre-contractual information of the financial advisors. Financial advisors should communicate how they take sustainability risks into account when selecting the financial product that is presented to final investors, before providing advice, regardless of the latter's preferences for sustainability. The foregoing should not affect the application of national measures transposing directives 2014/65/EU and (EU) 2016/97, in particular the obligations of financial market participants and financial advisors on product governance, assessments in terms of adequacy and appropriateness, and verification of requests and needs.

### **3. From ESAs the development of regulatory technical standards (RTS).**

In relation to each category of disclosure obligations set out in the Regulation (disclosure relating to the intermediary's policies; pre-contractual disclosure; disclosure to be published on the intermediary's website; periodic disclosure and disclosure sent through marketing communications) the ESAs have the task of developing

technical standards projects through the Joint Committee, for a total of: - n. 6 mandatory regulatory technical standards (RTS) e - n. 1 optional technical implementation standard (ITS).

The six mandatory RTS concern:

- a) the content, methods and presentation of the information that FMPS and FAs must publish on their website with regard to the main negative impacts of investment decisions/recommendations on sustainability factors, so-called ‘adverse impact reporting’ (art. 4 of the Regulation) (n. 2 RTS);
- b) the information that FMPs must include in the pre-contractual documentation required by sector legislation to illustrate:
  - how products with environmental and/or social characteristics meet these characteristics and, if a benchmark has been identified, if and how this index is consistent with the sustainability characteristics of the product, as well as where the methodology can be found for the calculation of this benchmark (art. 8 of the Regulation) (n. 1 RTS);
  - how the products that target sustainable investments meet these objectives or, if a reference index has been designated, how the designated index is aligned with these objectives and if and how said index differs from a “broad market index”, as well as where the methodology for calculating the index can be found (art. 9 of the Regulation) (n. 1 RTS);
- c) the content and presentation of the information to be published on the websites by the FMPs regarding the environmental or social characteristics and the sustainable investment objectives of the products and the evaluation, measurement and monitoring



methodology used (art. 10 of the Regulation) (n. 1 RTS);

- d) the information to be provided by the FMPs within the periodic reporting required by the sector legislation on the degree of achievement of the environmental or social characteristics of the products having such characteristics or, for products with the objective of sustainable investments, on the evaluation of the impact on global sustainability and, where a benchmark has been designated, on the comparison of this impact with the designated index and with a “broad market index” (art. 11 of the Regulation) (no. 1 RTS).

The optional technical standard (ITS) concerns the standard for presenting information on the promotion of environmental or social characteristics and sustainable investments in marketing communications by FMPS and FAs (art. 13 of the Regulation).



## **Climate transition benchmarks (EU) and benchmarks (EU) aligned with the Paris agreement**

*Dr. Monica Peta*

### **1. Introduction**

An increasing number of investors are trying to ensure that their investments have a positive impact on the environment. To do this, they make investment decisions based on the carbon footprint generated by the projects or activities envisaged, using indices that compare or measure the performance of investment portfolios. However, there is currently a wide range of indices of this type, which have different objectives and different degrees of quality and integrity. Therefore, the Presidency and Parliament are committed to approving a harmonized and reliable instrument to pursue low carbon investment strategies by establishing a new category which includes two types of financial benchmarks:

- **EU climate transition benchmarks**, aimed at reducing the carbon footprint of a standard investment portfolio. More precisely, this type of reference index should be established taking into account the companies that follow a measurable and scientific “decarbonization trajectory” by the end of 2022, in light of the long-term global warming objective of the Paris Agreement;
- **EU reference indices aligned with the Paris Agreement**, which, more ambitiously, aim to select only the elements that contribute to the achievement of

the 2°C target set in the Paris Agreement on climate change.

The regulatory intent is to introduce an obligation for all benchmarks or families of benchmarks, to provide an explanation of how environmental, social and governance factors are reflected in the investment strategy and the methodology aligns with the goal of reducing carbon emissions.

On September 25, 2015, the United Nations General Assembly adopted a new global framework for sustainable development: the 2030 Agenda which focuses on the objectives of sustainable development, Sustainable Development Goals, SDG<sup>48</sup>. First the communication of the 2016 commission, and then the Conclusions of the European Council of 20 June 2017, confirmed the commitment of the Union and the Member States for the implementation of the 2030 Agenda in a complete, coherent, integrated and efficient way.

On 5/10/2016<sup>49</sup>, within the framework of the United Nations Framework Convention on Climate Change, the Paris Agreement<sup>50</sup> was approved (with entry into force on 4 November 2016), with the main objective of strengthening the response to changes and, at the same time, to maintain the coherence of financial flows towards a low carbon and resilient development to climate change: a more resource

---

<sup>48</sup> The Commission communication of 22 November 2016 on the steps to be pursued for a sustainable European future links the SDGs to the political framework of the European Union to ensure that all Union policy actions and initiatives, both internally and globally, take into account account from the beginning of the SDG.

<sup>49</sup> EU Decision 2016/1841 of the Council of 5 October 2016, OJ L282 of 19/10/2016.

<sup>50</sup> Paris Agreement, in art. 2, letter c) establishes the objective of strengthening the response to climate change, OJ L 282 of 19.10.2016.

efficient economy and a circular economy are fundamental to guarantee the long term competitiveness of the economy of the Union. In order to achieve the objectives set out in the Paris Agreement and to reduce the risks and impacts of climate change, the global objective is set in limiting the increase in the average world temperature below 2°C compared to pre-industrial levels, to continue the commitment to limit the temperature rise to 1.5°C compared to pre-industrial levels<sup>51</sup>. The EU regulation 2016/1011, 08 June 2016, of the European Parliament and of the Council<sup>52</sup>, not yet published, as regards the examination of linguistic lawyers, establishes uniform rules for the reference indices in the Union. The introduction and definition of the EU ‘climate transition’ reference indices and of the EU reference indices “aligned with the Paris Agreement”, are aimed at greater transparency and the prevention of ‘greenwashing’<sup>75</sup>.

A wide range of indices are collected in the category of defined ‘low carbon’ indices and are used as benchmarks for portfolios and investment products sold across borders between Member States. The consequence is the appearance on the market of different categories of low-carbon indices with different levels of ambition. While

---

<sup>51</sup> In 2018, the Panel of Experts, IPCC, on Climate Change, published the special report on Global Warming of 1.5°C, which states that limiting global warming to 1.5°C would require far-reaching rapid changes, and that limiting global warming to 1.5°C compared to 2°C could go hand in hand with ensuring a fairer and more sustainable society.

<sup>52</sup> See also the Union’s general program of action on the environment until 2020, on “Living well within the limits of our planet” Decision no. 1386/2013/ EU of the European Parliament and of the Council of 20 November 2013. <sup>75</sup> The term *greenwashing* was coined in America in the early nineties to describe the behavior of some large companies that had associated their image with environmental issues to divert public attention from the responsibilities deriving from the pollution caused by their production activities.

some indices aim to reduce the carbon foot print of a standard investment portfolio<sup>53</sup>, others aim to select only the components that contribute to achieving the goal of maintaining temperatures below 2°C set by the Paris agreement. This has meant the emergence of divergent approaches as regards the methodology of the reference indices and a sort of fragmentation of the internal market. To put a stop to potentially illegitimate and diverse claims about the nature of the low-carbon indices and their benchmarks, member States would have had to adopt their own rules to protect investors from confusion and ambiguity about the level of ambition of the various categories of ‘low carbon’ indices used as benchmarks for (low carbon) investment portfolios. The consequence would have been a disharmonious picture, incapable of ensuring the accuracy and integrity of the reference indices, and the correct functioning of the internal market.

To maintain and reassure the proper functioning of the internal market for the benefit of investors, and to guarantee a high level of consumer and investor protection, the amending regulation of EU regulation 2016/1011, which is applied to the reference indices that use the denominations of **EU climate transition reference index** or **EU reference index aligned with the Paris Agreement**, structure:

- (i) the clear distinction between EU climate transition benchmarks and EU benchmarks aligned with the Paris Agreement;
- (ii) the definition of minimum standards for each of these reference indices with a consistency approach;

---

<sup>53</sup> Low carbon indices used to measure performance for investment portfolios (separate investment accounts and collective investment schemes), provided by a Member State, and used by portfolio and asset managers in high Member States are standard.

- (iii) the identification of the minimum requirements<sup>54</sup> for the EU climate transition reference indices and the EU reference indexes aligned with the Paris Agreement, reliable and easily recognizable by investors throughout the Union;
- (iv) the clear reading of the methodology used in the calculations of the EU reference indices. The administrators of the climate transition benchmarks (EU) and benchmarks aligned with the Paris agreement, must make public the methodology used in their calculations. The methodology reports the information and how the underlying assets were selected and weighted, which assets were excluded and for what reason. To assess how the benchmark index contributes to environmental objectives, the administrator should disclose how the carbon emissions of the underlying assets, their respective values, including the total carbon footprint of the benchmark have been measured, and the type and source of the user data. To allow asset managers to choose the reference index that best suits their investment strategy, the directors of reference indices should explain how the reference index contributes to environmental objectives. Information disclosed should include details on the frequency of the review and the procedure performed; iii. periodic control of the methodologies used;
- (v) The administrators of EU climate transition benchmarks and EU benchmarks aligned with the

---

<sup>54</sup> See (16) of Regulation (EU) 2019/2089: To ensure that the names “EU Climate Transition Reference Index” and “EU Reference Index aligned with the Paris Agreement” are reliable and easily recognizable for investors in the Throughout the Union, only administrators who meet the minimum requirements of Regulation (EU) 2019/2089, should be authorized to use these domain names in marketing these EU benchmarks.

Paris Agreement, must periodically review their methodologies and inform users of the applicable procedures for any substantial changes. When introducing a substantial change, the benchmark administrators must indicate the reasons for the change and explain how the change in question is consistent with the initial objectives of the reference index.

The goal is to encourage companies to communicate credible targets for reducing carbon emissions. The administrator of an EU climate transition reference index, when selecting and weighting the underlying activities, must take into consideration the companies that have as their objective the reduction of carbon emissions in alignment with the Paris Agreement. Such an objective must be public and credible, so that it entails a real commitment to decarbonise, in addition to being sufficiently detailed and technically valid<sup>55</sup>. The user of the reference indices does not always have the necessary information on the extent to which the methodology of the

---

<sup>55</sup> Furthermore, the information is often fragmented or absent and prevents an effective comparison for cross-border investment purposes. In order to allow market operators to make informed choices, all benchmark index administrators (with the exception of the benchmark index administrators for determining interest rates and currencies) should be required to report in their benchmark index declaration whether their benchmarks or families of benchmarks pursue ESG targets and whether benchmark administrators pursue ESG targets and whether benchmark administrators offer such benchmarks or not. In order to inform investors of the degree of compliance with the Paris climate agreement, the benchmark administrator should publish detailed information as to whether or not, and to what extent, the overall degree of alignment is guaranteed with the aim of reducing carbon emissions or achieving the long-term targets for combating warming under the Paris climate agreement.



reference index administrators takes ESG factors into account<sup>56</sup>.

The methodologies used for the EU climate transition reference indices and the EU reference indices aligned with the Paris Agreement will have to be based on scientifically based “decarbonisation trajectories” or on a general alignment with the Paris objectives.

To improve transparency and ensure an adequate level of harmonization, the power to adopt acts in accordance with art., is delegated to the Commission 290 TFEU<sup>57</sup>, to specify the minimum content of the reporting obligations to which the administrators of EU climate transition reference indices and EU reference indices aligned with the Paris Agreement are subject, and to specify the minimum standards for harmonization of the methodology of the “EU climate transition reference indices” and of the “EU reference indices aligned with the Paris Agreement”, including the method for calculating the carbon emissions associated with the underlying activities, taking into account the methods for measure the environmental footprint of products and organizations<sup>58</sup> and the group work of experts in sustainable finance (TEG)<sup>82</sup>.

---

<sup>56</sup> Environmental, Social, Governance is used in the economic/financial field to indicate all those activities related to responsible investment (IR) that pursue the typical objectives of financial management taking into consideration environmental, social and governance aspects and objectives.

<sup>57</sup> Treaty on the Functioning of the European Union. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:12012E/TXT>

<sup>58</sup> See point 2 (a) and (b) of Commission Recommendation 2013/179/EU. <sup>82</sup> Teg Final Report on climate benchmarks and benchmarks’ ESG disclosure – September 2019.

## 2. Benchmarks ESG<sup>59</sup>

The European Union is increasingly committed to achieving global leadership on sustainability policies through economic-production models free of climate-changing emissions and based on efficiency, circularity and use of renewables (with the hope that it will become the first zero continent - impact by 2050). The Council of the European Union - the political body representing the 28 member states - has taken an official position on the Commission's proposal to create a "taxonomy", ie a system for classifying eco-compatible economic activities: a real and its "green vocabulary" to support the business policies of companies and financial operators. The taxonomy is expected to be completed by 2021 to become fully operational by the end of 2022. In May 2018, the Commission published the proposals for regulatory regulations regarding climate benchmarks and environmental, social and governance (ESG) disclosure requirements for index providers<sup>60</sup>.

In June 2019, the other significant stage of the reform process for sustainable finance was achieved with the

---

<sup>59</sup> Cfr, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance\\_it](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance_it): Green finance generally refers to the process of taking due account of environmental and social considerations when making investment decisions, leading to increased investment in longer-term and sustainable activities. More specifically, environmental considerations refer to climate change mitigation and adaptation, as well as the environment more broadly and the related risks (e.g. natural disasters). Social considerations may refer to issues of inequality, inclusiveness, labour relations, investment in human capital and communities. The governance of public and private institutions, including management structures, employee relations and executive remuneration, plays a fundamental role in ensuring the inclusion of social and environmental considerations in the decision-making process. All three components - **environmental, social and governance (ESG)** - are integral parts of sustainable economic development and finance.

<sup>60</sup> The Parliament and the Council of the European Union reached a political agreement on ESG disclosure and climate benchmarks in March and February 2019 respectively.

publication of three important documents by the Technical Expert Group (TEG) on Sustainable Finance, relating to:

- taxonomy;
- european standard for green bonds;
- climate benchmarks and new sustainability requirements for all benchmarks.

The first TEG report focuses on climate change, identifying the activities that contribute to mitigation and adaptation; the report proposes a classification of sectors and activities with relative “technical screening criteria”, which determine the quantitative thresholds within which each activity contributes to the objectives of mitigation and adaptation. The second report proposes a European certification on green bonds (EU Green Bond Standard): the model proposed by the TEG refers to the Green Bond Principles of ICMA - already widely shared internationally - and to the taxonomy to identify which activities can be financed through green bonds. The goal of the EU Green Bond Standard is to increase market transparency and the comparability of products, with the aim of increasing the volume of investments. In addition, the TEG presented indications on climate benchmarks, that is, comparison parameters for financial instruments on greenhouse gas emissions and alignment with the objectives of the Paris Agreement.

The June interim report introduces two new types of benchmarks:

- EU Climate Transition Benchmark, which select securities based on the objectives of reducing greenhouse gas emissions (with a view to transition);
- EU Paris-aligned Benchmark, which select securities in such a way that the level of climate-changing gas emissions in the portfolio is in line with the long-term

objectives of the Paris Agreement and, in particular, with that of containing the increase average global temperatures at 1.5°C.

The report addresses the common minimum ESG disclosure requirements for index providers, or companies that produce indexes. According to the legislative proposal discussed and approved by the European institutions, all benchmarks - or families of benchmarks - will have to explain how they integrate ESG factors; in addition, information on the degree of alignment with the Paris Agreement must be provided by 31 December 2021. The document then explores the technical issues relating to definitions and criteria for new benchmarks and disclosure requirements. This interim report was followed by a public consultation; the final report was published on September 30th<sup>61</sup>.

---

<sup>61</sup> Also in June, the European Commission updated the non-binding guidelines on the communication to investors of information on climate change by companies. The indications constitute a supplement to the guidelines that already accompany the Directive on non-financial reporting or DNF (Directive 2014/95/ EU); currently, the directive applies to around 6,000 listed companies, banks and insurance companies). The guidelines complement the recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), set up by the G20 Financial Stability Board, and are based on the work done by the TEG, which produced a report and launched a public consultation involving about seventy of individuals between individuals organizations. The Commission took the TEG report and the results of the consultations into account when preparing the final version of the guidelines. One of the most significant elements of the document is represented by the importance attributed both to information regarding the effects of climate change on companies and to the impacts of corporate activities on the climate. see Article by Federico Cosarsa “As the numerous initiatives conducted in 2019 alone testify, the European Union is increasingly committed to issues of sustainability, especially the environment: the focus on activities, resources and initiatives dedicated to combating climate change”.

### 3. Amendments to Regulation (EU) no. 2016/1011

The main changes provided for by Regulation (EU) 2019/2089 are shown below:

**1) art. 3, paragraph 1, the following points are added:**

*“23a) “EU Climate Transition Reference Index”: a reference index labeled as the EU Climate Transition Index and which meets the following requirements:*

- a) Its underlying assets are selected, weighted or excluded so that the portfolio to which the index refers follows a decarbonisation trajectory; 23b) “EU reference index aligned with the Paris Agreement”: a reference index labeled as a reference index that meets the following requirements:*
  - the underlying assets are selected, weighted or excluded so that the portfolio issues to which the index refers are aligned with the objectives of the Paris Agreement adopted under the United Nations Framework Convention on Climate Change approved by the Union on October 5, 2016 (Paris Agreement);*
  - complies with the content of art. 19-bis, par 2<sup>62</sup>*
  - the activities related to its underlying activities do not significantly damage other environmental, social and governance objectives (ESG environmental, social and governance)<sup>87</sup>*

---

<sup>62</sup> By 1<sup>o</sup> January 2021, the Commission adopts a delegated act in accordance with art. 19-bis, paragraph 2, as regards the minimum standards of art. 3, paragraph 1, point 23b, which identifies the sectors to be excluded as they lack measurable and temporally defined objectives to reduce carbon emissions, the line with the long-term global warming objective of the Paris Agreement. <sup>87</sup> Cfr Appendix C: Esg Disclosure Factors, Teg Final Report on climate benchmarks and benchmarks’ ESG disclosure - September 2019

- 23c) *decarbonisation trajectory: a measurable, scientific and temporally defined trajectory aimed at aligning with the objectives of the Paris agreement, to reduce the carbon emissions of areas 1,2, and 3, annex III, points 1) letter e;*

**2) art. 13,**

- a) *paragraph 1, the following points are added:*
  - i) *the following point is added: «(d) an explanation of how the key elements of the methodology referred to in point (a) reflect the ESG factors for each reference index or family of reference indices, **except as regards the indices reference for interest rates and currencies.**»;*
  - ii) *the following paragraph is added: «**The directors of reference comply with the requirement referred to in the first paragraph, letter d), by 30 April 2020.**»;*
- b) *the following paragraph is inserted: «2a. **Power is conferred on the Commission to adopt delegated acts in accordance with Article 49 to supplement this regulation** by setting the minimum content of the explanation referred to in point (d) of the first subparagraph of paragraph 1) of this Article as well as the standard format to be used.»;*

**3) in Title III the following chapter is added: «CHAPTER 3a EU climate transition reference indices and EU reference indices aligned with the Paris Agreement»  
Article 19a - EU climate transition reference indices and EU reference indices aligned with the Paris Agreement**

- 1. The requirements set out in Annex III apply to the supply, and contribution, of reference indices**

*labeled as EU climate transition reference indices and EU reference indices aligned with the Paris Agreement, in addition to the requirements in Titles II, III and IV.*

2. *The Commission is empowered to adopt delegated acts in accordance with Article 49 to supplement this Regulation by setting minimum standards for the EU climate transition reference indices and the EU reference indices aligned with the Paris Agreement to specify:*
  - a) ***the criteria for choosing the underlying assets, including, if applicable, any exclusion criteria for the assets;***
  - b) ***the criteria and methods for weighting the underlying activities of the reference index;*** 9.12.2019 EN Official Journal of the European Union L 317/21; c) ***the determination of the decarbonisation trajectory for the EU climate transition reference indices.***
3. *A benchmark administrator who provides an EU climate transition reference index or an EU reference index aligned with the Paris Agreement shall comply with this regulation by 30 April 2020. Article 19b - Requirements for EU benchmarks for climate transition. By 31 December 2022, the administrators of the EU climate transition benchmarks select, weight or exclude the underlying assets issued by companies that follow a decarbonisation trajectory, in accordance with the following requirements:*
  - i) *companies publish measurable carbon reduction targets to be achieved within specific deadlines;*

- ii) *companies publish a reduction in carbon emissions which is disaggregated at the level of the operating subsidiaries concerned;*
- iii) *companies publish information each year on progress made towards achieving these goals;*
- iv) *the activities linked to the underlying activities do not significantly damage other ESG objectives. **Article 19c - Exclusions for EU reference indices aligned with the Paris agreement***

1. *The Commission is empowered to adopt a delegated act in accordance with Article 49 to identify, in relation to the EU reference indices aligned with the Paris Agreement, the sectors to be excluded because they do not have measurable reduction targets for carbon with specific deadlines in line with the objectives of the Paris Agreement. The Commission adopts this delegated act by 1 January 2021, and updates it every three years.*
2. *In drafting the delegated act referred to in paragraph 1, the Commission takes into account the work of the TEG.*

**Article 19d - Commitment to provide EU climate transition benchmarks By 1 January 2022**  
*«administrators who are located in the Union and who provide significant benchmarks determined on the basis of the value of one or more underlying assets or prices shall endeavor to provide one or more EU climate transition benchmarks.»;*

- 4) *in Article 21 (3), the third subparagraph is replaced by the following: «At the end of this period, the competent authority shall review its decision to impose an obligation on the administrator to continue publishing the benchmark. The competent authority*



*may, if necessary, extend this period by an appropriate period of time not exceeding 12 months. The maximum period of compulsory administration does not exceed five years.»;*

- 5) *Article 23 is amended as follows: a) paragraph 6, the second paragraph is replaced by the following: «The maximum mandatory contribution period referred to in letters a) and b) of the first paragraph does not exceed five years.»; (b) paragraph 10 is replaced by the following: «10. In the event that the supply of a reference index must be stopped, each contributor of data for that supervised reference index continues to make the contribution of data for the period established by the competent authority, without however exceeding the maximum period of 5 years referred to in paragraph 6»;*
- 6) *in Article 27 the following paragraphs are inserted: «2a. **By April 30, 2020**, for each of the requirements referred to in paragraph 2, the declaration on the reference index contains an explanation of how ESG factors are reflected in each reference index or family of reference indices provided and published. For such reference indices or families of reference indices that do not pursue ESG objectives, it is sufficient that the administrators of reference indices clearly indicate in the declaration on the reference index that they do not pursue these objectives. If there are no EU climate transition benchmarks or EU benchmarks aligned with the Paris Agreement in the portfolio of the individual benchmark administrator, or if the single benchmark administrator does not have benchmark indices that pursue or take into account ESG objectives, this is indicated in the benchmark index statements of all benchmark indices provided by that*

*administrator. Regarding the significant reference indices in the equity and bond sector, as well as for the EU climate transition reference indices and the EU reference indices aligned with the Paris Agreement, the supplier of reference indices publishes a detailed declaration in this regard whether or not it is guaranteed, and to what extent, an overall degree of alignment with the objective of reducing carbon emissions or achieving the objectives of the Paris Agreement, in accordance with the product information rules financial services referred to in Article 9 (3) of Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council. **By December 31, 2021**, the directors of reference indices, for each reference index or, if applicable, for each family of reference indices, with the exception of the reference indices for interest rates and currencies, include, in their benchmark index statement, an explanation of how their methodology aligns with the carbon reduction target or achieves the objectives of the Paris Agreement. 2 ter. The Commission is empowered to adopt delegated acts in accordance with Article 49 to supplement this Regulation by further specifying the information to be provided in the declaration on the reference index referred to in paragraph 2a of this Article, as well as the standard format to be used for references to ESG factors, to allow market operators to make informed choices and to guarantee the technical feasibility of compliance with this paragraph.*

- 7) *In Article 41, the first subparagraph is replaced by the following: «1. Without prejudice to the supervisory powers of the competent authorities in accordance with Article 41 and the law of the States*

*members to impose criminal sanctions, Member States, in accordance with national law, provide that competent authorities have the power to impose sanctions and other appropriate administrative measures at least on following violations: a) any violation of articles 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 19 bis, 19 ter, 19 quater, 21, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29 or 34 if they apply; is b) failure to cooperate or failure to comply in the event of a disciplined investigation, inspection or request from article 41.».*

- 8) *Replacement of art. 49 - exercise of the delegation conferred to the Commission<sup>63</sup>.*
- 9) *Article 51 is amended as follows:*
  - a) *the following paragraphs are inserted: 4 bis. An index provider may continue to provide an existing benchmark which has been recognized as a critical benchmark by an implementing act adopted by the Commission in accordance with Article 20, until 31 December 2021 unless and until such authorization is He refused. 4 ter. An existing benchmark that has been recognized as a critical benchmark by an implementing act adopted by the Commission in*

---

<sup>63</sup> Exercise of the delegation 1. The power to adopt delegated acts is conferred on the Commission under the conditions laid down in this article. 2. The power to adopt the delegated acts referred to in Article 3 (2), Article 13 (2a), Article 19a (2), Article 19c (1), Article 20 (6), Article 24 (2), Article 27 (2b), Article 33 (7), Article 51 (6) and Article 54 (3), is conferred on the Commission for a period of five years from 10 December 2019. The Commission prepares a report on the delegation of power by 11 March 2024 at the latest. The delegation of power is tacitly extended for further periods of identical duration, unless Parliament European Union or the Council do not object to this extension at the latest three months before the expiry of each period. 3. The delegations of power referred to in Article 3 (2), Article 13 (2a), Article 19a (2), Article 19c (1), Article 20 (6), Article 24 (2), Article 27 (2b), Article 33 (7), Article 51 (6) and Article 54 (3) may be revoked at any time by the European Parliament or the Council. The re-

*accordance with Article 20, can be used for both new and existing financial instruments, financial contracts or performance measurements. an investment fund until 31 December 2021, unless and until such authorization is refused;*

- b) paragraph 5 is replaced by the following: 5. Unless the Commission has made an equivalence decision under Article 30 (2) or (3), or unless an administrator has been recognized as such under Article 32, or a benchmark does not has been*

---

vocation decision terminates the delegation of power specified in that decision. The effects of the decision take effect from the day following its publication in the Official Journal of the European Union or from a later date specified therein. It does not affect the validity of delegated acts already in force. 4. Before the adoption of a delegated act, the Commission shall consult the experts designated by each Member State in accordance with the principles set out in the interinstitutional agreement on better law-making of 13 April 2016. 9.12.2019 EN Official Journal of the European Union L 317/23 5. As soon as it adopts a delegated act, the Commission shall notify it simultaneously to the European Parliament and to the Council. 6. The delegated act adopted pursuant to Article 3 (2), Article 13 (2a), Article 19a (2), Article 19c (1), Article 20 (2) 6, Article 24 (2), Article 27 (2b), Article 33 (7), Article 51 (6) or Article 54 (3), shall enter into force only if neither the European Parliament and the Council raised no objections within three months of the date on which it was notified to them or if, before the expiry of that period, both the European Parliament and the Council informed the Commission that they do not intend to raise objections. This deadline is extended by three months on the initiative of the European Parliament or the Council.

*endorsed in accordance with Article 33, the use in the Union by supervised entities of a benchmark index provided by an administrator based in a third country, which is already used in the Union as a benchmark index for financial instruments, financial contracts or to measure the performance of an investment fund, it is authorized only for those financial instruments, financial contracts and performance measurements of an investment fund*

*which are already associated with the benchmark in the Union, or which are linked to this reference index existing before 31 December 2021;*

10) *in Article 54, the following paragraphs are added:*

4. ***By 31 December 2022***, the Commission will review the minimum standards of the EU climate transition benchmarks and EU benchmarks aligned with the Paris Agreement in order to ensure that the selection of underlying assets is consistent with environmentally sustainable investments such as defined in a regulatory framework at Union level.

5. ***Before 31 December 2022***, the Commission shall present a report to the European Parliament and to the Council on the impact of this Regulation and on the feasibility of an «ESG reference index», taking into account the evolutionary nature of the sustainability indicators and the methods used. to measure them. This report is accompanied, if appropriate, by a legislative proposal.

6. ***By 10 April 2020***, the Commission shall submit a report to the European Parliament and to the Council on the impact of this Regulation on the functioning of third country benchmarks in the Union, including the use by administrators of country benchmarks. third parties to approval, recognition or equivalence, as well as the potential shortcomings of the current framework. This report analyzes the consequences of the application of Article 51, paragraphs 4a, 4b and 4c to the administrators of the reference indices of the Union and third countries, also in terms of a level playing field. This report shall assess in particular whether it is necessary to amend this Regulation and be

*accompanied by a legislative proposal, if applicable.”*

## Disclosure Transparency and Sustainable Finance

*Dr. Aurelia Segreti \**

### 1. Communicative responsibility of companies

The word “co-muni-cazione” derives from the preposition *cum* which means “with”, together with the word *munus* which means “performance”, “assignment”, “duty”, “obligation” and the *atio* termination which is used for abstract names that indicate an action. The word “communication” therefore has the meaning of “taking on the task” (or “having a duty”), of putting a value (this is the action that is offered) at the service of someone (this justifies the *con*), so the term “communication” has a social meaning to share. For this reason, what is communicated must be clear and understood by one or more recipients, through a language, called code, shared. Otherwise, the communication from the issuer does not pass on the receiver and becomes self-referential, that is, it is understood only by the issuer itself. This communication system makes it clear how the word communication is linked to that of responsibility: whoever communicates becomes responsible for the understanding of their messages, oral or written.

The word “responsibility” in fact derives from the Latin *re-pondére*: *re* is the prefix that means “again”, “in return” and *pondére* which means “to assure the other”, “to give reason to the other ...” of what it is said or done, but also responding to the consequences of what is said or done. Communication, therefore, is the first responsibility action of a company because an entrepreneurial project lives and develops thanks also to all the subjects that revolve around

it (so-called ‘Stakeholder’<sup>89</sup>), to the use of the resources made

---

*\* The author’s opinions are expressed on a personal basis and do not involve the institution where he works.*

available by the context, to trust answered by the market. In particular, from a purely financial point of view, the success of development projects depends not only on the company’s own resources, but also on the support of those who have surplus resources (savers/investors), who are inclined to their sharing only if it has awareness and expectation of value creation.

## **2. Communicate to investors: application of ESG criteria in investment choices**

In recent years, the attention of institutional investors has increased towards sustainable investments and towards those entrepreneurial realities that pay attention to environmental, social and governance issues, both to demonstrate the ability to convert awareness of sustainability into responsibility actions and to effect of European initiatives<sup>90</sup> aimed at directing the behavior and choices of market operators (pension funds, asset management companies, insurance companies) in these areas.

In this way, there is a growing trend of institutional investors to integrate sustainability assessments into their investment decision-making process (so-called ‘Sustainable

---

<sup>89</sup> Stakeholder: All subjects, individuals or organizations, actively involved in an economic initiative (project, company), whose interest is



negatively or positively influenced by the result of the execution, or by the progress, of the initiative and whose action or reaction in turn influences the phases or the completion of a project or the fate of an organization (<http://www.treccani.it/encpedia/stakeholder/>).

<sup>90</sup> The European Union has taken a firm position in the field of sustainable development and has committed itself, together with its member countries, to contributing to the implementation of the United Nations 2030 Agenda, adopted by world leaders in 2015 in order to achieve one sustainable development by 2030 worldwide. In November 2016, the European Commission illustrated its strategic approach for the implementation of the 2030 Agenda, including the sustainable development objectives, within the document COM/2016/ 0739final (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016DC0739&from=IT>).

Finance'), alongside the traditional economic-financial analysis of a company with the application of extra-financial criteria, so-called ESG criteria (Environmental, Social, Governance), and by adopting an integrated vision of all the development components of a company to evaluate its reliability and the ability to generate value stably over time. Therefore, in the assessments of a company by institutional investors, in order to select the one that may be the subject of investment, ESG criteria such as the ENVIRONMENTAL CRITERIA are also considered (to understand, for example, the environmental impact of the business, environmental initiatives and investments, strategies in this area), SOCIAL CRITERIA (including, by way of example, working conditions, relations with employees, investments in human capital, relations with the territory, social commitments) and GOVERNANCE CRITERIA (such as the remuneration of managers, gender diversity, tools and policies for the protection of minorities, the integrity of the members of the corporate bodies and top management, the attention to risk control, transparency of financial statements, measures to combat corruption and money laundering). In fact, companies that meet the ESG criteria have a lower probability of incurring regulatory violations,

of being subject to administrative sanctions, of being involved in judicial proceedings, of suffering image damage, with beneficial effects on their profitability and on the stability of market prices. The same, therefore, are able to generate more stable and qualitatively better economic prospects and long-term yield expectations in the investor.

The analysis of the sustainability aspects by institutional investors is not limited to a qualitative analysis, intended only for example to exclude some companies from the investable universe not considered compliant on the subject, but it is a real analysis integrated aimed at translating the sustainability indicators into quantitative terms to measure their impact on the company in terms of risks and value creation.

In these advanced investment strategies, the sustainable finance market has been experiencing significant growth worldwide, in Europe and in Italy in recent years. The assets managed according to sustainable and responsible investment strategies (so-called ‘SRI - Sustainable and Responsible Investment’) have grown and the operators that integrate ESG criteria into investment strategies and choices have grown.

The Forum for Sustainable Finance published in 2019 the Manual “L’Unione Europea e la finanza sostenibile Impatti e prospettive per il mercato italiano” (The European Union and sustainable finance Impacts and prospects for the Italian market)<sup>64</sup> from which it emerges, based on data released by

---

<sup>64</sup> Forum for sustainable finance, 2019, “L’Unione Europea e la finanza sostenibile Impatti e prospettive per il mercato italiano” (“The European Union and sustainable finance Impacts and prospects for the Italian market”) (<https://finanzasostenibile.it/attivita/lunione-europea-e-la-finanza-sostenibile-impatti-e-perspectives-for-the-italian-market/>): manual published as part of a research project on sustainable finance which involved representatives of different categories of Italian financial operators and sector experts, coordinated by the

the Global Sustainable Investment Alliance<sup>92</sup>, that at the beginning of 2018 the capital invested globally according to SRI strategies amount to \$ 30.7 trillion, that the growth of sustainable and responsible investments was 34% in two years and that the majority of investments are concentrated in Europe, which represents 46% of the global SRI market, followed by the US with 39%. In particular, sustainable assets in Europe are growing at three times the speed of traditional ones. At the end of June 2019, the assets invested in ESG funds grew by 7% (to € 1.06 trillion compared to € 992 billion a year earlier) while, in the same period, the assets of the other European funds grew by 2%<sup>65</sup>. In particular, as regards the social security operators (pension funds, pension funds, etc.), which are the most called to deal with medium-long term time horizons, from a survey conducted in 2019 by the Forum for Sustainable Finance (SBB) showed that 47% of the sample taken as reference (consisting of 115 subjects for a total of € 219,462 million of assets managed) applies sustainable investment strategies<sup>66</sup>.

---

Forum for Sustainable Finance, in order to investigate the main sustainable finance policy initiatives launched by the European institutions and analyze the potential economic and financial implications for the Italian market. <sup>92</sup> *Global Sustainable Investment Review 2018* (<http://www.gsi-alliance.org/>). The Global Sustainable Investment Alliance is the network that brings together financial sustainability-oriented investor organizations with the aim of promoting knowledge and practice of sustainable investments in the financial system and the integration of sustainability criteria in investment processes, in collaboration with the Sustainable Investment Forums (SIFs) operating locally (the European market is represented by Eurosif).

<sup>65</sup> “*Gli asset sostenibili crescono al triplo della velocità di quelli tradizionali*” (“*Sustainable assets grow at three times the speed of traditional ones*”), published on the Morningstar website page on July 31, 2019 (<https://www.morningstar.it/it/news/194517/gli-asset-sostenibili-crescono-al-triplo-della-velocit%c3%a0-di-quelli-tradizionali.aspx>).

<sup>66</sup> Forum for Sustainable Finance, 2019, “*Le politiche di investimento sostenibile e responsabile degli investitori previdenziali – 5<sup>a</sup> edizione*” (“*The sustainable and responsible investment policies of pension investors - 5th*”).

Furthermore, more recently, the retail world is also moving towards sustainable finance: in the aforementioned Manual published by the Forum for Sustainable Finance, on the basis of the data released by Eurosif<sup>67</sup>, reference is made to an increase in the retail share on the European market which it went from 3.4% in 2013 to 30.8% in 2017. This trend is attributable both to the growing awareness of the public on sustainability issues and to the orientation given in this context by consultants and financial intermediaries in the provision of investment services, also due to ongoing regulatory changes. Sustainability begins to be an acquired and general interest concept: above all environmental and social issues are increasingly guiding consumer choices and orienting investment choices.

From the Finer research for Assogestioni on socially responsible investments, presented at the 2019 Salone del Risparmio in the conference “*L’Italia è pronta per la sostenibilità? Investimenti ESG, un cammino lungo 20 anni*” (Is Italy ready for sustainability? ESG investments, a 20-year journey), it appears that the target of retail customers most sensitive to sustainability issues is “*quello dei millennial (i nati tra il 1980-2000) anche se, i più propensi agli investimenti, sono la generazione dei baby boomer (i nati tra il 1946-64)*” (that of millennials (born between 1980-2000) even if, the most inclined to invest, are the generation of baby boomers (born between 1946-64))<sup>68</sup>.

---

edition”) (<https://finanzasostenibile.it/attivita/operatori-previdenziali-e-investimento-sostenibile-5-edizione/>).

<sup>67</sup> Eurosif, 2018, “*European SRI Study 2018*” (<http://www.eurosif.org/>). Eurosif is the Sustainable Investment Forum active at European level, whose mission is to support the growth of socially responsible investments in European financial markets.

<sup>68</sup> Assogestioni, 2019, “*ESG/SRI: l’Italia è pronta. Investitori e professionisti chiedono più informazione e formazione*” (“*ESG/SRI: Italy is ready. Investors and professionals ask for more information and training*”)

Furthermore, considering this sample, considering a sample of 1,700 individuals (including final investors, Financial Advisors, Private Bankers and Bankers, fund selectors and managers), it highlights the information deficiencies and the consequent cognitive distortions still in existence regarding sustainable investments and, therefore, it highlights the cruciality and centrality of information transparency.

A survey conducted by the Forum for Sustainable Finance in 2019<sup>69</sup> on the choices and investment habits of Italian savers, showed that one out of three savers considers environmental issues to be relevant: 31% are in fact available to increase the masses invested in products financial companies attentive to these aspects. The knowledge of the offer of sustainable finance, however, is confirmed reduced: 43% of savers have never heard of SRI products.

However, in the short term, distributors of financial products will have to include ESG criteria in the structuring of their offer (product governance) and adequacy assessments, as resulting from the proposed reform of MIFID II submitted to public consultation by the European Commission on 17 February 2020 and until April 20, 2020<sup>70</sup>. Distributors, therefore, will have to provide adequate information on sustainable financial instruments, integrating ESG factors in the description of the nature and

---

(<https://www.assogestioni.it/articolo/esgsri-litalia-e-pronta-investitori-e-professionisti-chiedono-piu-informazione-e-formazione>).

<sup>69</sup> Forum for Sustainable Finance, 2019, “*Risparmiatori italiani e cambiamento climatico*” (“*Italian savers and climate change*”) (<https://finanzasostenibile.it/attivita/risparmiatori-italiani-e-cambiamento-climatico/>).

<sup>70</sup> European Commission, 17 February 2020, “*Consultation document: Review of the MiFID II/MiFIR regulatory framework 17 February 2020*” (<https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12167-Review-of-the-regulatory-framework-for-investment-firms-and-market-operators-MiFID-2-1-/public-consultation>).

risks of the instruments themselves, detect customers ESG preferences when profiling, take account of customers ESG preferences when checking adequacy of the financial instruments to offer/recommend, report to the customer how their recommendation meets their ESG preferences.

The finance of the future, in fact, must move within the context of the cultural and mass evolution underway: companies must be able to seize the opportunity of sustainable finance and the change taking place in investor preferences to be able to channel the capital flows that will derive from the ESG orientation of the investors/savers and from the regulatory developments on the matter.

Therefore, companies will also have to integrate ESG criteria into their strategic choices and constantly inform the market of them and their concrete implementation, demonstrating respect and responsibility actions towards the environment, the social and the governance rules that favor sustainability. medium/long term of the business project. This is the so-called '*Corporate Social Responsibility*' which in the Green Paper of the European Commission of 2001<sup>71</sup>, is defined as "*a concept whereby companies decide voluntarily to contribute to a better society and a cleaner environment*".

In the third report "*C.d.A. e politiche di sostenibilità*" (C.d.A. and sustainability policies), created by the CSR Manager Network in 2019 with reference to 2018<sup>72</sup>, it emerges that the integration of social and environmental aspects into the corporate governance of Italian companies is constantly evolving and, above all, constantly improving.

---

<sup>71</sup> European Commission, 2001, "Green Paper" ([https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/deve/20020122/com\(2001\)366\\_it.pdf](https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/deve/20020122/com(2001)366_it.pdf)).

<sup>72</sup> CSR Manager Network, 2019, "*C.d.A. e politiche di sostenibilità - terzo rapporto*" (<http://www.csrmagernetwork.it/attivita/ricerche.html>).

The report, the result of a questionnaire addressed to the main listed companies in Italy (FTSE MIB) and of the analysis of the documents published by them, has the purpose of highlighting the level of consideration of the social and environmental aspects in the related corporate governance systems. The document, in particular, highlights that the companies of the FTSE-MIB have grown, which have attributed powers relating to social and environmental issues to a committee, sometimes also dedicated exclusively to sustainability, and those that link part of the variable compensation have grown of the members of the board of directors and top management for socio-environmental performance.

In this regard, it should be noted that Consob publishes the Corporate Governance Report annually<sup>73</sup> which provides statistics and analyzes regarding, among others, the treatment of sustainability issues by Italian listed companies. In particular, the areas of particular attention concern the tasks and responsibilities of the delegated committees on sustainability issues, the relationship between sustainability and the remuneration policies of directors and managers with strategic responsibilities, the gender balance within the corporate bodies, the instruments for the protection of minority shareholders. From the reading of these reports, the positive developments in sustainability listed in the Italian listed companies tangibly emerge.

Corporate social responsibility, therefore, is increasingly being translated into the adoption of concrete policies and actions that are able to reconcile economic objectives with

---

<sup>73</sup> Consob, annual publication of the Corporate Governance Report on the institutional website <http://www.consob.it/web/area-pubblica/rapporto-sulla-corporate-governance>).

social, environmental and governance objectives to protect the various stakeholders (stakeholders).

As highlighted by Prof. Genovese<sup>74</sup>, Consob Commissioner (at the time acting as Vicar President), on 18 March 2019 on the occasion of the presentation of the Corporate Governance Report published by Consob with reference to the financial year 2018 *“se alcuni temi sono cruciali per il Pianeta e per la coesione sociale, questi temi devono entrare anche nelle agende di chi gestisce grandi imprese azionarie”* and, therefore, *“Si richiede in Europa, e non soltanto, un nuovo paradigma di inquadramento della funzione gestoria, più articolato e che tenga insieme ulteriori variabili. Il lungo termine come prospettiva temporale da prediligere, la sostenibilità come chiave di composizione delle tensioni, la responsabilità sociale come formula per assicurare lunga vita all’impresa, diventano gli ulteriori fattori da considerare per la gestione dell’impresa societaria, comunque rivolta al profitto”* (if some issues are crucial for the Planet and for social cohesion, these issues must also enter the agendas of those who manage large equity companies and, therefore, a new and more articulated management paradigm is needed in Europe, and not only together additional variables. The long term as a temporal perspective to be preferred, sustainability as a key to the composition of tensions, social responsibility as a formula to ensure long life for the company, become the additional factors to be considered for the management of the corporate company, however aimed at profit).

---

<sup>74</sup> Consob, 2019, “Comment by Commissioner Anna Genovese - 2019 Report on the corporate governance of Italian listed companies” ([http://www.consob.it/documents/46180/46181/intervento\\_genovese20190318.pdf](http://www.consob.it/documents/46180/46181/intervento_genovese20190318.pdf)).



In this context, the first fundamental investment can only be that of transparency, through communication and sustainability reporting.

Knowing how to provide the market with quality information on ESG issues can become a capital raising tool because it promotes the attraction and confidence of the saver/ investor. Therefore, the issue of information transparency acquires particular importance, both for companies open to the market, for example through the Financial Statements, and for companies being listed, through the Prospectus.

### **3. Non-Financial Information Declaration as a communication tool to the market**

With the Directive 2014/95/EU<sup>75</sup> on the communication of non-financial information by public interest entities (e.g. listed companies, banks, insurance companies) of certain sizes, the European Union has embarked on a path of greater transparency of the financial statements on the key aspects of corporate sustainability.

The Directive, implemented in Italy with Legislative Decree 254/2016 and in force since early 2017, requires the publication of a Non-Financial Statement (DNF), to supplement the annual management report that accompanies the financial statements, with minimum information regarding ESG issues (environment, social and personnel policies, human rights, fight against corruption, etc.), the main risks connected to the aforementioned issues and deriving from the company's activities, the safeguards adopted and the management methods of these risks.

---

<sup>75</sup> Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups.

Consob Regulation 20267/2018, implementing Legislative Decree 254/2016, defines the methods of publication of the DNF, the duties of the auditor and the content of the report on the non-financial declaration, the criteria for examining the DNF by Consob. In 2018, the first DNFs relating to 2017 were published.

In addition, in this regard, the European Commission in 2017 published non-binding guidelines on the methodology for communicating non-financial information<sup>76</sup> which, in June 2019, was integrated with specific guidelines, always non-binding, on how to report information relating to impact that companies' actions and decisions have on the climate<sup>77</sup>.

The objective of the discipline is to provide investors, the market and all possible stakeholders with clear and complete information regarding, on the one hand, the effects of ESG issues on businesses and, on the other hand, the impacts of corporate activities on them, including the meter's ability to manage and oversee these impacts and overall risks.

Precisely for this reason, the role of accelerator of sustainable business choices has been attributed to the regulation of non-financial information and reporting has been considered a strategy tool and not only for communication.

---

<sup>76</sup> European Commission, 2017, “*Guidelines on non-financial reporting (methodology for reporting non-financial information)*” ([https://ec.europa.eu/info/publications/non-financial-reporting-guidelines\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/non-financial-reporting-guidelines_en)) - ([https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52017XC0705\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52017XC0705(01))).

<sup>77</sup> European Commission, 2019, “*Guidelines on non-financial reporting: Supplement on reporting climate-related information*” ([https://ec.europa.eu/info/publications/non-financial-reporting-guidelines\\_en#climate](https://ec.europa.eu/info/publications/non-financial-reporting-guidelines_en#climate)) - ([https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52019XC0620\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52019XC0620(01))).

In January 2019 the results of a survey conducted by KPMG and Nedcommunity, “*Informativa extra finanziaria: da compliance a governance strategica dei rischi e delle opportunità*” (Extra financial reporting: from compliance to strategic governance of risks and opportunities)<sup>78</sup>, on how companies subject to Directive 2014/95/EU were published, were published in 2018, committed to prepare a non-financial statement, in compliance with the regulatory obligation.

The analysis, conducted on a sample of 205 companies from different sectors, revealed the companies’ attention to reporting on all the topics deemed most significant by Legislative Decree 254/2016 implementing the directive and, in particular: personnel (health and security 75%, human capital development 72% and promotion of diversity 65% of the sample); environment (climate change 58%, energy efficiency 57%, waste management 43%); anti-corruption (62%); community relations (60%); protection of human rights (52%). It also emerges that 70% of the companies analyzed have decided to adopt at least one formalized policy relating to the areas envisaged by the Decree. In October 2019, the Foundation for Sustainable Development conducted a survey<sup>79</sup> to evaluate the methods and quality with which the environmental aspects are treated in the Non-Financial Declarations of Italian companies, considering a sample of 130 companies of the over 200 obliged to report non-financial information.

---

<sup>78</sup> KPMG and Nedcommunity, 2019, “*Informativa extra finanziaria: da compliance a governance strategica dei rischi e delle opportunità*” (“*Extra financial reporting: from compliance to strategic governance of risks and opportunities*”) (<https://home.kpmg/it/it/home/insights/2019/01/informativa-extra-finanziaria-obbligo-rendicontazione.html>).

<sup>79</sup> Fondazione per lo Sviluppo Sostenibile, 2019, “*La green economy nel reporting non finanziario*” ([www.fondazionevilupposostenibile.org/wp-content/uploads/dlm\\_uploads/Risultati-dellindagine-La-Green-economy-nel-reporting-non-finanziario.pdf](http://www.fondazionevilupposostenibile.org/wp-content/uploads/dlm_uploads/Risultati-dellindagine-La-Green-economy-nel-reporting-non-finanziario.pdf)).

financial companies in compliance with Legislative Decree 254 of 2016. The survey showed that 68% of companies are facing strategic changes in climate change and 92% report their greenhouse gas emissions. However, only 17% of the companies in the sample report an emission reduction target.

Even the study published by Consob in 2019 with reference to the year 2018 “*Non-financial information as a driver of transformation Evidence from Italy*”<sup>80</sup>, shows that, in the face of a strong awareness by the board of the relevance of non-financial issues and of the disruptive impact that they can have on the governance, business models and strategies adopted by the company, the involvement of the directors in the activities necessary for the realization of these changes are still limited.

In particular, the analysis shows that most companies have operated essentially from a compliance perspective and few companies have taken the opportunity offered by the Directive to start a transformation process capable of involving business models, governance and strategies. The quality of the information and communications addressed to the market as well as the overall transparency of the company takes on a certain weight.

At the beginning of February 2020, the Task Force on Climate-related Reporting, launched within the European Lab<sup>81</sup>, published a report dedicated to the communication of

---

<sup>80</sup> Consob, 2019, “*Non-financial information as a driver of transformation Evidence from Italy*” (<http://www.consob.it/documents/46180/46181/Sost2018.pdf/c87d3f84-2b68-45e9-a389-5b21f8cfe7f>).

<sup>81</sup> The European Lab was set up by the European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) in implementation of the objective of improving corporate communications on sustainability issues set out in the Action Plan of the European Commission of March 2018. The task of the European Lab is to

non-financial information related to the climate by companies<sup>82</sup>. The document provides an analysis of good practices for reporting climate scenario scenarios and includes virtuous reporting examples within the four thematic areas identified in 2017 by the Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) of the Financial Stability Board: a) governance; b) strategy; c) climate risk management; d) metrics and objectives.

This survey also reveals information gaps with respect to monitoring, managing climate risks and integrating climate-related issues into company processes and strategic objectives. In particular, among the main critical issues detected by the Task Force is the dissemination by companies of too general information, which is an obstacle to users' assessment of corporate reporting, the absence of explicit connections between climate-related information and traditional company information, the incompleteness of some information disclosed by companies, such as that relating to the time horizon of the risks or the methodology used to evaluate them.

Therefore, most companies are not always able to communicate the ability to return more resources than they absorb, to transform risks into opportunities and to create value over time, thus impacting investors' expectations. The report on ESG issues still seems too much to respond essentially to a legal obligation rather than to a strategic tool and communication to the market. The social responsibility of a company, however, goes beyond compliance with legal requirements and identifies practices and behaviors that a company adopts in the belief of obtaining results that can permanently bring benefits and advantages to itself and to

---

facilitate dialogue between companies, investors and other interested parties and to publish reports regarding the content and results of this dialogue.

<sup>82</sup> European Reporting Lab – Project Task Force on Climate Related Report-

the internal and external context in which it operates. Several critical issues in the transparency and comparability of non-financial information are also attributable to the absence of single reporting standards for all businesses. The legislation, in fact, leaves companies free to adopt the

---

ing, 2020, “*How to improve climate – Related Reporting*” (<http://www.efrag.org>).

standards they hold most appropriate. The GRI Standards<sup>83</sup> have recently been translated into Italian for the purpose of promoting the application of the same criteria by listed companies.

As part of the market reporting by companies, the ESG Reporting Guide of Borsa Italiana<sup>112</sup>, published on 9 February 2017, is also included, with the aim of providing listed companies with best practice recommendations for voluntary reporting to the market on environmental (environmental), social (social) and governance issues, in the awareness that ESG considerations are increasingly directing investment decisions on a global level.

Communicating your sustainability commitment and reporting your extra-financial performance to institutional investors and to the various players in the financial community (analysts, ESG research provider, etc.) will have to be among the priorities of the companies as it increases their visibility and reputation and facilitates access to funding channels.

---

<sup>83</sup> Global Reporting Initiative –Sustainability Reporting Standard GRI – traduzione in italiano, pubblicata sul sito [www.globalreporting.org/standards/gri-standards-translations/gri-standards-italian-translations-download-center/](http://www.globalreporting.org/standards/gri-standards-translations/gri-standards-italian-translations-download-center/).

<sup>112</sup> London Stock Exchange Group e Borsa Italiana, 2017, “*Your guide to ESG reporting - Guidance for issuers on the integration of ESG into investor reporting and communication*” ([https://www.borsaitaliana.it/notizie/news/iniziativa-mercato/esguida\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/notizie/news/iniziativa-mercato/esguida_pdf.htm)).

Despite Directive 2014/95/EU, and the related implementation rules, only applies to large companies, SMEs, on a voluntary basis, begin to draw up sustainability reports as a distinctive element. An ESG company is able to attract investors and talents, to retain relationships with stakeholders, to share the same strategic principles and management criteria with other companies, to find commercial partners more easily.

Therefore, the path of quality of communication to the market seems to have been undertaken and in the coming years we expect great results.

If, however, finance is called upon to take a leading role in the process of directing investments towards growth models attentive to ESG issues, thus allowing the European Union to continue the path aimed at promoting sustainable economic development, undertaken following the signing of the Paris Agreement on climate<sup>84</sup> and the 2030 Agenda for Sustainable Development of the United Nations (Sustainable Development Goals - SDGs)<sup>85</sup>, transparency cannot be left to the initiative of individual companies and the interventions of the regulators to facilitate the harmonization of the rules underlying the communication of non-financial information.

---

<sup>84</sup> International treaty signed by 195 states during the 21st annual session of the Conference of the Parties to the United Nations Framework Convention on Climate Change (UNFCCC), held in Paris on 12 December 2015. The main commitment of the signatory states is to contain the increase in global temperatures well below 2 degrees Celsius (°C) compared to pre-industrial levels, and to do everything possible to limit the increase to 1.5°C.

<sup>85</sup> Sustainable Development Goals (SDGs) or the Sustainable Development Goals which are the goals for 2030 agreed by the United Nations member states as part of the Global Agenda for Sustainable Development, approved in September 2015. The goals are 17 and are articulated in 169 targets. The aim is to face the challenges posed by climate change and reduce any form of poverty or inequality, guaranteeing the long-term economic, environmental and social sustainability of human communities.

With this in mind, in December 2019, ESMA produced a report that recommends<sup>86</sup> the European Commission to increase the quality of the non-financial information of the companies operating on the capital market, also with more complete, more standardized and more integrated DFNs with the financial information. On the basis of this report, on 21 February 2020, the European Commission launched a public consultation for the purpose of a possible revision of the DFN Directive (Directive 2014/95/EU).

#### **4. Prospectus as a means of communication to the market by closed companies**

As already mentioned, transparency and communication are milestones also for closed companies and, in particular, for those that approach the capital market. In this context, an important role is played by the Prospectus, published by the companies, pursuant to the applicable European regulations<sup>87</sup>, in the event of an offer to the public and/or admission to trading.

In this regard, it should be noted that the offer/quotation prospectus layouts, defined by Regulation (EU) 2019/980<sup>117</sup>, do not provide specific information on environmental, social and governance sustainability despite the growing attention to ESG issues by investors.

---

<sup>86</sup> Regarding the disclosure of non-financial information, reference is also made to the ESMA30-22-762 Report of 18 December 2019 “*Undue short-term pressure on corporations*”.

<sup>87</sup> Regulation (UE) 2017/1129, Delegated Regulation (UE) 2019/980, Delegated Regulation (UE) 2019/979 e successive modifiche e integrazioni. <sup>117</sup> Delegated Regulation (UE) 2019/980 of 14 March 2019 supplementing Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council as regards the format, content, scrutiny and approval of the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Commission Regulation (EC) No 809/2004. <sup>118</sup> Regulation (UE) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC.



In more detail, Recital 54 of the Prospectus Regulation (EU) 2017/1129<sup>118</sup> refers to environmental, social and corporate governance issues in terms of risk and, in particular, mentions: *“The primary purpose of including risk factors in a prospectus is to ensure that investors make an informed assessment of such risks and thus take investment decisions in full knowledge of the facts. Risk factors should therefore be limited to those risks which are material and specific to the issuer and its securities and which are corroborated by the content of the prospectus [...] Among others, environmental, social and governance circumstances can also constitute specific and material risks for the issuer and its securities and, in that case, should be disclosed”*.

Only the prospectus schedules relating to equity securities (annexes 1 and 24 of the Delegated Regulation (UE) 2019/980) refer to non-financial information in the description of the strategies and objectives and in the report on the company’s management and financial situation.

In particular, point 5.4 of Annex 1 of Delegated Regulation (UE) 2019/980 requires the *“A description of the issuer’s business strategy and objectives, both financial and non-financial (if any). This description shall take into account the issuer’s futur challenges and prospects”*. In point 7.1.1 of the same attachment, with reference to the report on the performance and results of the issuer’s activity and its situation for each financial year and interim period for which financial information relating to past financial years is provided, it is specified that *“To the extent necessary for an understanding of the issuer’s development, performance or position, the analysis shall include both financial and, where appropriate, non-financial Key Performance Indicators relevant to the particular business. The analysis shall, where appropriate, include*

*references to, and additional explanations of, amounts reported in the annual financial statements”.*

Annex 1 also circumscribes the information area of environmental impacts by referring to the “*A description of any environmental issues that may affect the issuer’s utilisation of the tangible fixed assets*” (point 5.7.4 of annex 1). Annex 24 of Delegated Regulation (UE) 2019/980, relating to the EU Growth prospectus for equity securities<sup>88</sup>, refers to non-financial information requesting a “*A description of the issuer’s business strategy and strategic objectives (both financial and non-financial, if any). This description shall take into account the issuer’s future challenges and prospects*” (point 2.2.1 of Annex 24).

The same attachment, in recalling non-financial information in the context of the company’s management and financial analysis, expressly refers to the environment and personnel. In particular, it provides “*To the extent necessary for an understanding of the issuer’s development, performance or position, the analysis shall include both financial and, where appropriate, non-financial Key Performance Indicators relevant to the particular business, including information relating to environmental and employee matters. This analysis shall, where appropriate, include references to, and additional explanations of, amounts reported in the annual financial statements*” (point 2.5.1 of Annex 24). No express request is made in the aforementioned attachment 24 regarding environmental issues, unlike what happens in attachment 1 although both refer to the issue of equity securities.

---

<sup>88</sup> The *EU Growth prospectus* is provided for by article 15 of Regulation (EU) 2017/1129, as amended by Regulation (EU) 2019/2115. This article 15 provides for a proportionate information regime in order to facilitate SMEs’ access to financing in the capital markets in the Union.

With regard to the provision of the aforementioned annexes 1 and 24 of Delegated Regulation (UE) 2019/980 to consider, in the analysis of the operating performance, non-financial information also including “*references to amounts reported in the annual financial statements*”, it is specified that, the companies closed, including those that require admission to listing for the first time (Initial Public Offering), as they are not yet public interest entities, they are not subject to the disclosure obligations established by Directive 2014/95/EU and, therefore, are not calls to provide a non-financial statement in the annual management report accompanying the financial statements. Therefore, the information requirements required in this area by the prospectus schemes are generally not met.

The other prospectuses relating to securities other than equity securities do not explicitly refer to non-financial information or ESG issues. The same applies to the Delegated Regulation (EU) 2019/979 which defines, in implementation of the Prospectus Regulation (UE) 2017/1129, among other things, the key financial information to be provided in the summary note of the prospectus<sup>89</sup>.

Therefore, in the absence of explicit disclosure obligations regarding ESG issues within the framework of the prospectus, it is in the interest of the companies, especially in the admission to listing phase, to report in the prospectus information on environmental, social and governance

---

<sup>89</sup> Delegated Regulation (EU) 2019/979 of 14 March 2019 supplementing Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on key financial information in the summary of a prospectus, the publication and classification of prospectuses, advertisements for securities, supplements to a prospectus, and the notification portal, and repealing Commission Delegated Regulation (EU) No 382/2014 and Commission Delegated Regulation (EU) 2016/301.

sustainability that can attract investors and can be included in the related evaluation processes and in their medium/longterm investment strategies, as well as being analyzed and highlighted in market research published by analysts.

In particular, within the scope of the prospectus, the items of interest regarding sustainability are represented by the description of the business (especially in terms of use, disposal and recycling of available resources), strategic objectives, rules and governance policies, investments concluded, in progress or in the future, of the reasons for the offer/quotation and of the allocation of the proceeds, of the risks connected to environmental, social and corporate governance circumstances, including the risks of failure to adopt policies in favor of ESG factors ( environmental protection, social responsibility and treatment of employees, respect for human rights, anti-corruption, etc.), as well as reporting obligations to the market. This provides a starting point to highlight the importance for companies of accompanying admissions to listing with share capital increases that are, at least in part, intended for sustainable investments.

Even the prospectus discipline, however, cannot fail to contribute to the financial market reform program<sup>90</sup> launched by the European institutions and cannot fail to fall within one of the ten points of the Action Plan on sustainable finance of the European Commission<sup>122</sup>, launched in March 2018, between whose main objectives include the orientation of capital flows towards a more sustainable economy and the promotion of transparency.

---

<sup>90</sup> European Commission, 2016, *Capital Markets Union - Accelerating Reform*,

The prospectus, in fact, can encourage investor-business dialogue and contribute to the awareness necessary to support medium-long term investment decisions.

On February 6, 2020, ESMA<sup>123</sup> published its strategy on sustainable finance (Esma22-105-1052 - *Strategy on sustainable finance*<sup>124</sup>) in which it highlights how it will include ESG factors in its activities by supporting the growth of sustainable finance and contributing at the same time, investor protection and market stability. Key priorities for ESMA include transparency obligations, risk analysis of green bonds, ESG investments, convergence of national supervisory practices on ESG factors, taxonomy.

The Disclosure Regulation<sup>125</sup>, defined at European level in order to standardize the information to be made available to final investors about sustainability risks and about the promotion of ESG factors in financial investment activities,

---

COM(2016) 601.

<sup>122</sup> European Commission, 2018 “*Commission Action Plan on Financing Sustainable Growth*” (<https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-sustainable-growth>).

<sup>123</sup> *European Securities and Markets Authority* – ESMA, è l’Autorità europea che coordina la vigilanza dei mercati finanziari, cui obiettivo è quello di migliorare la protezione degli investitori e promuovere mercati finanziari stabili e ordinati (<https://www.esma.europa.eu/>).

<sup>124</sup> Esma, 2020, “*Esma22-105-1052 - Strategy on sustainable finance*” (<https://www.esma.europa.eu/policy-activities/sustainable-finance>).

<sup>125</sup> 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, entrato in vigore in data 29 dicembre 2019 e le cui norme avranno attuazione dal 10 marzo 2021.

does not impact on the information provided in the prospectus and only affects the level of investment services. In particular, the regulation places financial market participants (investment funds, pension funds, insurance

companies, banks) and financial advisors on the obligation to inform final investors on a pre-contractual and ongoing basis about the policies. on the integration of ESG risks into the decision-making process relating to investments and sustainability risk management measures, which must also include an assessment of the impacts that this risk could have on the return. The aim of the regulation is to harmonize information transparency, both ex ante and throughout the investment period, with the aim also of promoting the comparability of the various products and promoting greater awareness among investors.

## **5. Supervisory tasks regarding communication/information transparency ESG**

In terms of transparency, quality, accuracy, correctness and comparability of information, the supervisory activity of national and European control authorities is included. One of the main tasks of these authorities is to supervise window dressing campaigns by companies, i.e. the dissemination of marketing information on projects that do not have truly sustainable content, and to collaborate in the convergence of national supervisory practices on ESG factors.

As regards the Non-Financial Information Declaration (DNF) in more detail, the Supervisory Authorities are called to verify the fulfillment of the transparency obligations defined by the Directive, as implemented at national level, compliance with regulatory provisions, advertising of the document, the completeness of the information provided and their reliability and, for this purpose, has the power to request corrective actions. The Authority also has the power to impose sanctions on the Directors, responsible for non-financial information, on the Statutory Auditors, who are

responsible for verifying that the Declaration is made in accordance with the law, and on the Statutory Auditors, called to make sure that the declared standards have been applied correctly.

In this regard, it should be noted that the following strategic objective is included in the Consob Strategic Plan 2019/2021: *To accompany companies in the process of applying the new regulation on non-financial information by promoting the introduction of Environmental, Social and Governance (ESG) issues.*

The role of the supervision of the Authorities in the field of sustainability was well represented during the Conference of 25 October 2018 “*Finanza sostenibile e responsabilità sociale d’impresa*” (Sustainable finance and corporate social responsibility) by Prof. Genovese<sup>91</sup>, Consob Commissioner (at the time in function of Vicar President), which announced “*I compiti di vigilanza sulle informazioni pubbliche circa la sostenibilità dei modelli di business delle principali imprese italiane rappresentano per la CONSOB una sfida, ma anche una opportunità. La sfida consiste nel riuscire a svolgere adeguata vigilanza, assicurando ottimali livelli di complessivi di osservanza delle disposizioni in materia di DNF. L’opportunità è quella di potere seguire più da vicino i processi di profonda trasformazione in cui è impegnata l’economia reale per la transizione verso uno sviluppo economico più sostenibile e inclusivo.*” (The tasks of supervising public information about the sustainability of the business model of the main Italian companies represent a challenge for CONSOB, but also an opportunity. The challenge is to be able to carry out

---

<sup>91</sup> Consob, 2018, speech by Prof. Genovese at the conference “*Finanza sostenibile e responsabilità sociale d’impresa*” (“Sustainable finance and corporate social responsibility”) ([www.consob.it/documents/46180/46181/convegno\\_genovese\\_20181025.pdf/ adf1438 1-328b-4e8e-92c6-9ca1e1b35 34d](http://www.consob.it/documents/46180/46181/convegno_genovese_20181025.pdf/adf14381-328b-4e8e-92c6-9ca1e1b3534d)).

adequate supervision, ensuring optimal levels of compliance with the provisions relating to DNF. The opportunity is to be able to follow more closely the processes of profound transformation in which the real economy is committed to the transition towards a more sustainable and inclusive economic development).

Of course, much is still expected at European and national level by the regulatory bodies, the competent Authorities and by the companies themselves to achieve the complete realization of the ninth objective of the EU Action Plan *to* improve the quality and transparency of the non-financial reporting of companies and to homogenise supervisory practices in the field of sustainability, with the ultimate goal of achieving transparency that is both “informative” and “constructive” at the same time.



# **Comment to the EU Directive 2017/828 of the European Parliament and of the Council: the remuneration policy and transparency**

*Prof. Lawyer Pier Paolo Poggioni*

## **1. Overview**

The “Shareholders’ Rights II”<sup>127</sup> directive has integrated

---

<sup>127</sup> “1. Entered into force on 10/06/2019 and implemented with Legislative Decree 49/2019. Pursuant to article 2, par. 1 of the Directive, the Member States had to transpose its contents by 10 June 2019, except for the provisions regarding the identification of shareholders, the transmission of information and the facilitation of the exercise of shareholder rights (articles 3-bis , 3-ter and 3-quater), for which the transposition must be completed within 24 months from the date of adoption of the relative implementing acts of the European Commission. Following the adoption on September 3, 2018 of the Implementing Regulation (EC) 2018/1212, the deadline for the transposition of the aforementioned provisions is therefore September 3, 2020. Recipients: Company with shares admitted to trading on a regulated market. Objective scope: Identification of shareholders; transparency of institutional investors, asset managers and voting advisors; involvement of shareholders in defining remuneration policies; transparency and control by shareholders on related party transactions. Content of the act: Recital 29: “The remuneration policy should contribute to the corporate strategy, long-term interests and sustainability of the company and not depend in whole or in part on short-term objectives. The directors’ results should be evaluated using both financial and non-financial criteria, including, where appropriate, environmental, social and governmental factors”. Art. 9-bis “Right to vote on the remuneration policy”, par. 6: “The remuneration policy contributes to the corporate strategy, long-term interests and sustainability of the company and illustrates how it makes this contribution.” When the company recognizes a variable remuneration, “[l]a remuneration policy indicates the criteria to be used based on financial and non-financial results, taking into account, where appropriate, the criteria relating to corporate social responsibility”. Recital 20: establishes that asset managers provide sufficient information to the institutional investor in order to enable him to assess “whether and how the manager acts in the investor’s best long-term interest and whether the asset manager implements a strategy which

allows an efficient commitment of the shareholders [...]. This disclosure should include the report on the main medi-

the previous directive 2007/36/EC with a view to soliciting shareholders' long-term commitments. It is part of that objective of standardizing the corporate management mechanisms within the European Union. This need has been and is felt by paying particular attention to the prerogatives of the shareholders, especially if institutional, in terms of rights and involvement. "Recital" 2 of the Directive identifies the need which has arisen and which led to the issue of the directive: *"The financial crisis has highlighted that, in many cases, shareholders have supported the taking of excessive short-term risks by of managers. Furthermore, there is clear evidence of the frequent inadequacy and of the overly focused attention on the short-term returns of the current level of "control" of the investee companies and commit-*

---

*um and long-term material risks associated with portfolio investments, including corporate governance issues and other medium and long-term risks. Recital 22: "The asset manager should also inform the institutional investor if the asset manager makes investment decisions based on an assessment of the medium and long-term results of the investee company, including non-financial results, and if so in what ways". Art. 3-octies, paragraph 1: institutional investors and asset managers are required to develop and communicate to the public "a commitment policy that describes the ways in which they integrate the commitment of the shareholders into their investment strategy. The policy describes how they monitor investee companies on relevant issues, including strategy, financial and non-financial results as well as risks, capital structure, social and environmental impact and corporate governance [...]"*. Art. 3-nonies, paragraph 2: *the institutional investor communicates to the public, among other information, how the agreement with the asset manager "incentivizes the asset manager to make investment decisions based on assessments of financial results and and medium-term non-financial interests of the investee company and to engage with the investee companies in order to improve their results in the medium and long term [...]"*. Art. 3-decies, paragraph 1: *the asset manager must communicate annually to the institutional investor with whom he has entered into the agreements "how his investment strategy and its implementation comply with this agreement and contribute to the medium and long-term assets of the institutional investor or fund. [...]"* This

*communication also includes information on the question of whether, and if so how, they make investment decisions based on an evaluation of the medium and long-term results of the investee company, including non-financial results, and on the question of whether and, if so, what conflicts of interest have arisen in connection with the engagement activities and the way asset managers have addressed them”.*

*ment of institutional investors and asset managers, which can lead to corporate governance and not optimal results”.*

The Directive makes the involvement of institutional investors in business dynamics structural. This translates into a full and direct involvement of institutional investors in corporate governance mechanisms with a rediscovered role of active participation and this with a view to a concrete balance of social interests.

With this in mind, it was deemed a prerequisite to make the corporate structure transparent and, therefore, the identification of the shareholders for the purposes of the necessary “information exchange” between shareholders and public companies. An element considered essential, given the complex brokerage chains often characterizing corporate equity investments. The operative corollary of this requirement is the need for the listed company to identify its shareholders through the obligation for intermediaries to communicate certain information to the company regarding the aforementioned shareholders. Upon identification, the shareholders acquire the right to receive information on the prerogatives connected with the holding of the shares. It should be noted that the Directive, providing that Member States may derogate from the aforementioned identification obligation for shareholders who hold “only a small number of shares”, envisages a possible disparity in the treatment of the various holders on the basis of the quantitative requirement. In this way, favoring certain dimensional characteristics and, therefore, the holders of greater thickness, especially if institutional.

The Directive also deals with the issue of the deemed desirable involvement of shareholders in determining the remuneration of managers - to be identified with directors, general managers and senior managers - in an attempt to identify the balance between the different interests, that is, between those of managers - higher salaries and retention of office - and those of shareholders, aimed at improving social performances.

In this context, SHRD II was inserted, which, with the aim of encouraging the long-term commitment of the shareholders and increasing the transparency of the company and of the investors, governs the “*Voting right on the remuneration policy*” and the “*Remuneration report*”, respectively in articles 9-*bis* and 9-*ter*.

The long-standing opposition between shareholders primacy and directors primacy thus finds its resolution in granting the former the right to speak on the directors’ remuneration policies in order to avoid - or limit - the opportunistic behavior of the latter and, at the same time, to achieve shareholder accountability.

It should be noted that the Directive aims to achieve a leveling - to higher standards - of the national disciplines relating, on the one hand, to listed companies under “common law” and - on the other - to those subject to supervision such as banks and insurance companies (the latter respectively regulated by Chapter 2, Tit. IV, of Circular 285 Bank of Italy “*Supervisory provisions for banks*” - and by the Isvap regulation of 9 June 2011, no. 39).

## **2. Remuneration policy**

Article 3 of Legislative Decree no. 49/2019 transposing the Directive, amends Part IV (Title III, Chapter II) of the TUF on the report on the remuneration policy and the

remuneration paid and introduces the section on transparency of institutional investors, asset managers. and consultants regarding voting.

Paragraph 1 of article 3 modifies article 123-ter of the TUF<sup>92</sup>, introduced to implement the recommendations of

---

*ruary 1996, n. 52. Published in the Gazz. Uff. March 26, 1998, n. 71, S.O. : Art. 123-ter Report on the remuneration policy and the remuneration paid “1. At least twenty one days before the date of the meeting envisaged by article 2364, second paragraph, or of the meeting envisaged by article 2364-bis, second paragraph, of the civil code, companies with listed shares make available to the public a report on the remuneration policy and remuneration paid, at the registered office, on its website and in the other ways established by CONSOB with regulation. 2. The report is divided into the two sections provided for in paragraphs 3 and 4 and is approved by the board of directors. In companies that adopt the dualistic system, the report is approved by the supervisory board, upon proposal, limited to the section provided for by paragraph 4, letter b), of the management board. 3. The first section of the report illustrates in a clear and understandable way: a) the company’s policy on the remuneration of the members of the administrative bodies, general managers and executives with strategic responsibilities with reference to at least the following year and, without prejudice to the provisions of article 2402 of the civil code, of the members of the control bodies; b) the procedures used for the adoption and implementation of this policy. 3-bis. The remuneration policy contributes to the corporate strategy, to the pursuit of long-term interests and to the sustainability of the company and illustrates how it makes this contribution. Without prejudice to the provisions of paragraph 3-ter, the companies submit the remuneration policy referred to in paragraph 3 to the vote of the shareholders with the frequency required by the duration of the policy defined pursuant to paragraph 3, letter a), and in any case at least every three years or on the occasion of changes to the policy itself. The companies attribute compensation only in accordance with the remuneration policy most recently approved by the shareholders. In the presence of exceptional circumstances, the companies may temporarily derogate from the remuneration policy, provided that the same provides for the procedural conditions under which the derogation can be applied and specifies the elements of the policy to which it can derogate. Exceptional circumstances refer only to situations in which the derogation from the remuneration policy is necessary for the pursuit of the long-term interests and sustainability of the company as a whole or to*

---

<sup>92</sup> “Legislative Decree 24/02/1998, n. 58: Consolidated text of the provisions on financial intermediation, pursuant to articles 8 and 21 of the law 6 Feb-

*ensure its ability to remain on the market. 3-ter. The resolution provided for in paragraph 3-bis is binding. If the shareholders' meeting does not approve the remuneration policy submitted to vote pursuant to paragraph 3-bis, the company continues to pay remuneration in accordance with the most recent remuneration policy approved by the shareholders' meeting or, in the absence thereof, it can continue to pay compliant remuneration. to current practices. The company submits a new remuneration policy to the vote of the shareholders at the latest on the occasion of the subsequent shareholders' meeting envisaged by the second paragraph of article 2364, or the shareholders' meeting provided for by the second paragraph of article 2364-bis of the civil code. 4. The second section of the report, in a clear and understandable way and, by name for the members of the administrative and control bodies, the general managers and in aggregate form, except as pro-*

**the European Commission regarding the remuneration of directors of listed companies.**

**With this in mind, it is expected that these companies will make available to the public, at least 21 days before the shareholders'**

---

*vided for by the regulation issued pursuant to paragraph 8, for managers with strategic responsibilities: a) provides an adequate representation of each of the items that make up the remuneration, including the treatments provided in the event of termination of office or termination of the employment relationship, highlighting its consistency with the company's remuneration policy relating to the reference year; b) analytically illustrates the remuneration paid in the reference year in any capacity and in any form by the company and by subsidiaries or associates, indicating any components of the aforementioned remuneration that are referable to activities carried out in previous years to that of reference and highlighting furthermore, the remuneration to be paid in one or more subsequent years for the activity carried out in the reference year, possibly indicating an estimate value for the components not objectively quantifiable in the reference year; b-bis) illustrates how the company took into account the vote expressed the previous year on the second section of the report. 5. The compensation plans provided for by article 114-bis are attached to the report or the section of the company's website where these documents are available is indicated in the report. 6. Without prejudice to the provisions of articles 2389 and 2409-terdecies, first paragraph, letter a) of the civil code, and article 114-bis, the shareholders' meeting called pursuant to article 2364, second paragraph, or of the Article 2364-bis, second paragraph, of the Civil Code, deliberates in favor or against the second section of the report provided for in paragraph 4. The resolution is not binding. The outcome of the vote is made available to the public pursuant to article 125-quater, paragraph 2. 7.*

*Consob by regulation, adopted after consulting the Bank of Italy and Ivass as regards the subjects supervised respectively and in compliance with the required by European sector legislation, indicates the information to be included in the first section of the report and the characteristics of this policy in accordance with article 9-bis of directive 2007/36/EC and in compliance with the provisions of paragraph 3 of the recommendation 2004/913/EC and from paragraph 5 of Recommendation 2009/385/EC. 8. Consob, with the regulation adopted pursuant to paragraph 7, also indicates the information to be included in the second section of the report, in compliance with the provisions of article 9-ter of Directive 2007/36/EC. CONSOB can: a) identify executives with strategic responsibilities for whom the information is provided in name form; b) differentiate the level of detail of the information according to the size of the company. 8-bis. The person in charge of carrying out the statutory audit of the financial statements verifies that the directors of the second section of the report have prepared it. 8-ter. The provisions on remuneration by sector regulations remain unaffected.”:*

meeting to approve the financial statements, a report on remuneration, approved by the board of directors and divided into two sections, of which the first dedicated the company's policy on the remuneration of the members of the administrative bodies and the second dedicated to the items that make up this remuneration. The specific content of both sections of the report, on the remuneration policy and the remuneration paid, is entrusted to the secondary regulation adopted by Consob, after consulting the Bank of Italy and Ivass for the supervised subjects respectively (new art. 123-ter, paragraphs 7 and 8).

According to the new provisions, the remuneration policy is at the service of pursuing the company's long-term interests and sustainability, connoting the corporate strategy, and must account for the ways in which this contribution is provided. The members of the remuneration policy are put to the vote at least every three years or when changes are made to the policy. Furthermore, this policy must be clear and understandable and describe the different components of the fixed and variable remuneration, including all bonuses and other benefits in any form that can be

recognized to the directors and must indicate the relative proportion. The variable remuneration is explained in the remuneration policy through clear, exhaustive and differentiated criteria for the recognition of the same, also indicating the criteria to be used based on financial and non-financial results. It takes into account, where appropriate, the criteria relating to corporate social responsibility and explains how they contribute to the set objectives. It also specifies the information on any deferral periods and on the possibility for the company to request the return of the variable remuneration.

The remuneration policy must also explain how the remuneration and working conditions of the employees of the company were taken into account in determining the remuneration policy.

The companies will only be able to award compensation in accordance with the remuneration policy most recently approved by the shareholders. The new paragraph 3-*ter* of art. 123-*ter* of the TUF, in fact, provides that the vote of the Shareholders' Meeting on the first section of the report (and therefore on the remuneration policy) is of a binding nature and no longer merely consultative: the tightness with respect to the previous regime is evident.

The Directive, moreover, allows - in the presence of "exceptional circumstances" - to derogate and from the remuneration policy adopted, except for reinstatement at the end of the derogating period: this, however, must be supported by reasons. If the remuneration is structured on shares, the policy must also specify the vesting periods and the maintenance of the shares after the allocation, explaining how it contributes to the set objectives.

The remuneration policy must also indicate the duration of the contracts or agreements with the directors and the applicable notice period, the main characteristics of the



supplementary pension or early retirement schemes, as well as the conditions of termination and payments related to termination. It is required to explain the decision-making process adopted for its definition, review and implementation, including measures aimed at avoiding or managing conflicts of interest and, if applicable, the role of the remuneration committee or other interested committees.

The Directive provides, through a special mechanism, the so-called ‘Say on pay’; that is, the shareholders express their opinion on the remuneration on two occasions: a first vote on the remuneration policy concerning the general remuneration framework of the directors and a second vote on the remuneration report granted in the previous financial year.

The Directive states that, after the vote of the general meeting on the remuneration policy, the same must be immediately published, together with the date and results of the vote, on the company’s website and must remain freely accessible to the public at least for the entire period of applicability.

This prediction in view of the increased need for transparency of the company with a correlative greater responsibility of managers.

This should prevent the possible avoidance of the requirements of the Directive and ensure the directors’ loyalty to the company. With this in mind, it has been noted that it would be appropriate to provide that this advertising charge is also imposed on other companies belonging to the same group.

As regards, however, the report on remuneration, art. 9-*ter* of the Directive provides that Member States are required to ensure that the company draws up an understandable report on remuneration that provides a

complete picture of it, including all benefits in any form, recognized or due during the last financial year to individual directors, including recently hired directors and former directors, in accordance with the remuneration policy referred to in article 9-*bis*.

However, for small and medium-sized enterprises - as defined, respectively, in Article 3, paragraphs 2 and 3, of Directive 2013/34/EU - member States, as an alternative to voting, may provide that the remuneration report of the last financial year concerned, to be discussed at the annual general meeting as a separate item on the agenda; in this case, the company is required to explain in the subsequent remuneration report how it took account of the discussion in the general meeting. The statutory auditor or audit firm verifies compliance with the Directive. With a view to greater transparency, the Decree has opted for the choice to maintain the obligation to represent the remuneration paid not only by the listed company and the companies of the related group, but also by the associated companies. The new regulation will apply to the reports to be published at the shareholders' meeting for the approval of the financial statements for the financial years starting from 1 January 2019. The identification of the information to be included in the remuneration policy and the characteristics of this the latter is delegated to Consob, which could therefore revise the report layout currently contained in Annex 3A to the Issuers Regulation.

The discipline introduced by Legislative Decree no. 49/2019 refers verbatim to any change in the policy, while the corresponding provision contained in art. 9-*bis*, paragraph 5, of the SHRD (as introduced by SHRD 2), refers only to the relevant changes. The point had been highlighted in the consultation by Assonime and Confindustria, where the solution was agreed to provide for

the remuneration policy to be submitted to the consultative vote at least every 3 years, and in any case on the occasion of a modification, but at the same time it was suggested “to limit this last provision to relevant” changes, as indicated in the Directive. This has not been clarified in the text of the legislative decree. In the explanatory report to the Legislative Decree Scheme, it was specified that “*the submission of the remuneration policy to a new vote in the event of changes to its contents that are not merely formal or editorial clarifications is consistent with the overall more flexible framework outlined and with the need to limit the risk of changes in the policy in the absence of the involvement of the shareholders*”, thus letting it be understood that only the substantial changes must be submitted to the vote of the shareholders, without however expressing their opinion on the relevance of the same. The clarification contained in the Explanatory Report was confirmed during the hearing of the Deputy General Manager of Consob Giuseppe D’Agostino before the Chamber of Deputies, XIV Permanent Commission (Policies of the European Union), in the context of which it was observed that “[i] *the vote of the shareholders is also required on the occasion of changes to the policy which, as clarified in the explanatory report to the draft decree, are not merely formal or clearly editorial*” (see Government Act No. 071 of 6 March 2019, p . 15).

With reference to remuneration paid on the basis of approved policies, albeit with a non-binding vote, before the entry into force of the new provisions, there are two interpretative approaches. On the one hand, in the absence of different indications in this regard (if applicable also from a secondary source), the literal content of the standard is enhanced, which would therefore impose its application from 2020; this would seem abstractly compatible with the

system adopted in our system, which already provides (should) a preventive screening of the assembly on the remuneration policy. Another interpretation is that of assuming that the consultative vote on the second section becomes applicable with reference to the remuneration paid on the basis of policies approved under the new regime, that is, with the binding vote of the assembly.

On this point, it will therefore be necessary to verify what the interpretative and application practices of the new provision will be and whether Consob will provide clarifications in this regard.

In the event that the shareholders' meeting vote is not favorable, the new paragraph 3-ter of art. 123-ter therefore provides that the company must continue to pay remuneration "*in accordance with the most recent remuneration policy approved by the shareholders' meeting*" or that, failing that, it may continue to pay remuneration "*in accordance with current practices*". This point is relevant and harbors coordination problems with the provisions on transactions with related parties which, to date, provide that the procedures of individual issuers may exclude, in whole or in part, from the application of the provisions of Regulation no. 17221/2010 - without prejudice to the disclosure obligations pursuant to art. 5, paragraph 8, of the Regulation itself - the resolutions regarding the remuneration of directors and directors vested with particular offices as well as other executives with strategic responsibilities provided that, among other things, the remuneration assigned is consistent with the policy submitted to assembly vote. In the event of a negative vote, the issuer will in any case be required to submit a new remuneration policy to the shareholders' vote at the latest at the next annual meeting called to approve the financial statements.

Finally, the new paragraph 8-*bis* of art. 123-*ter* of the Consolidated Law on Finance attributes the task of carrying out the statutory audit of the accounts to verify that the directors have prepared the second section of the remuneration report. This obligation is moreover specifically covered by the new paragraph 1- *sexies* of art. 193 of the Consolidated Law on Finance, pursuant to which an administrative fine of between € 10,000 and € 100,000 is applicable to the auditor who fails to verify the preparation of the second section of the remuneration report.

In relation to this sanctioning issue, Legislative Decree no. 49/2019 introduced a new paragraph 1.1 to art. 192*bis* of the TUF, now entitled “*Administrative sanctions on corporate governance information and remuneration and remuneration policy paid*”, pursuant to which against (i) listed companies that violate the provisions of art. 123-*ter* of the Consolidated Law on Finance and the related implementing provisions, as well as (ii) towards subjects who perform administration, management or control functions, “*if their conduct has contributed to the violation of the provisions referred to above by the company*” the pecuniary administrative sanction from € 10,000 to € 150,000 is applicable. In this case, the additional element that qualifies - making it (abstractly) punishable - the conduct of *directors and statutory auditors* is different from that foreseen, for administrators, by the new art. 192-*quinquies* of the TUF with regard to the sanctions applicable for the violation of the provisions relating to transactions with related parties. As regards the statutory auditors, it will instead be necessary to understand what is the relationship between this new specific sanction and the - general - penalty deriving from art. 193, paragraph 3, TUF.

### **3. Information to members**

Article. 3, paragraph 4, of Legislative Decree no. 49/2019 intervened on the timing of presentation of the questions before the meeting, setting longer times than those currently scheduled. At present it is expected that the notice of meeting must indicate the deadline by which questions can be submitted before the meeting, it being understood that this deadline cannot be earlier (i) than three days prior to the date of the meeting (first or in a single call), and in this case the issuer can provide the answers at the latest at the meeting, or (ii) five days before the date of the meeting (on the first or single call), if the notice of convocation provides that the answers are provided by the company before the meeting; in this case, the issuer must provide the answers at least two days before the meeting, also by publication in a special section of the company website.

The new paragraph 1-*bis* of art. 127-*ter* of the TUF, which will be applied with reference to the Shareholders' Meetings whose notice of call will be published from 1 January 2020, now provides that the deadline set by the notice of call cannot be earlier than: (i) *five days of open market* before the meeting (on first or single call); in this case, the issuer may (continue) to reply, at the latest, directly to the meeting, or (ii) within the so-called 'record date' (i.e. within the deadline of the seventh open market day preceding the date of the meeting), if the notice of call provides that the company answers questions before the meeting. In this case, in continuity with the current regime, the issuer will have to provide the answers at least two days before the meeting, also through publication in a special section of the company website. In this second hypothesis, the communication certifying the ownership of the voting right - which legitimizes the submission of applications -

must be provided to the company within the third day following the ‘record date’.

The reference to the “*open market*” days was included in the final approval of Legislative Decree no. 49/2019, also in light of the comments received on the text of the Legislative Decree from the Joint Commissions II (Justice) and VI (Finance), which suggested to the Government to specify how the five-day deadline preceding the assembly should be understood as five *working* days. This clarification meets the needs of issuers who, in the force of the current forecast - which does not refer to working days/open market days, but to calendar days - are in many cases having to prepare answers to questions *before* the meeting (also) during non-working days.

#### **4. The “environmental factors” referred to in “recital 29”**

Given the express reference, in “recital 29” and in the related discipline, of the necessary observance, if any - of “environmental factors”, it should be noted that Europe is now definitively oriented towards the implementation of the objective of making itself climatically neutral.

The European Commission, as discussed in Parliament on January 14, 2020, has presented a detailed proposal on the mechanisms of financing the Green Deal with the aim of attracting at least 1000 billion of public and private investments in the next ten years. This with a view to transforming the European Union into a climate neutral economy by 2050. According to the estimates of the European Commission, achieving the intermediate target of 40% reduction of greenhouse gases by 2030 will require an additional annual investment of 260 billion euros. About

half of the funds should come from the EU budget - for example from programs contributing to climate and environmental projects, from agriculture funds, from the European Regional Development Fund, from the Cohesion Fund and from programs such as Horizon Europe and LIFE. In addition, an additional € 114 billion will be mobilized through co-financing by the member states and around € 300 billion of private and public investments should come into circulation thanks to InvestEU incentives and innovation and modernization funds. According to the European Commission's estimates, another € 100 billion will be attracted by the new Mechanism for a just transition, designed to support the regions and communities most affected by the transition to a sustainable economy. The Mechanism will be based on three pillars: the Fund for a just transition (seven and a half billion euros), the flow of InvestEU funding and the loans from the European Investment Bank supported by the EU budget.

It is estimated that all these tools will attract € 100 billion of public and private investments which can be used to teach workers new skills and prepare them for future jobs, support new employment opportunities, invest in clean energy and thermal insulation in homes.

## **5. Transparency**

Also with regard to the transparency of institutional investors, asset managers and voting consultants, Directive no. 2017/828 introduces into the text of Directive no. 2007/36 an entire Chapter I-ter, consisting of articles 3-octies - 3-duodecies, which dictates rules regarding various aspects. This is a wide-ranging regulatory intervention, the approach of which is declined, on the different sides and implications, in recitals (14)-(27) of the Directive. The new



regulation concerns in particular (a) the obligation to communicate to the public, for institutional investors and asset managers, their commitment policy; (b) the obligation for institutional investors to communicate to the public, relating to the main elements of their equity investment strategy as well as to any agreements concluded with asset managers; (c) transparency rules for asset managers and (d) transparency measures also for voting advisors.

There is an adaptation of the TUF with the introduction in Chapter II of Title III of Part IV, a new, articulated Section I-ter constituted by articles 124-ter -124-novies<sup>129</sup>.

---

<sup>129</sup>“Legislative Decree 24/02/1998, n. 58: Consolidated text of the provisions on financial intermediation, pursuant to articles 8 and 21 of the law 6 February 1996, n. 52. Section I-ter: Transparency of institutional investors, asset managers and voting advisors.

**Article 124-quater, Definitions and scope of application** (from 10.06.2019)- 1. In this section the following definitions apply: a) “asset managers”: the SGRs, SICAVs and SICAFs that directly manage their own equity, and subjects authorised in Italy to provide the service referred to in article 1, paragraph 5, letter d); b) “institutional investor”: 1) an insurance or reinsurance undertaking as defined in letters u) and cc) of paragraph 1 of article 1 of Legislative Decree 7 September 2005, No. 209, including the secondary offices in Italy of companies having their registered office in a third State, authorised to carry out insurance or reinsurance activities in the life classes pursuant to Article 2, paragraphs 1 and 2, of the same decree, 2) pension funds with at least one hundred members, who are registered in the register held by COVIP and included among those referred to in Articles 4, paragraph 1, and 12 of Legislative Decree 5 December 2005, No. 252, or among those of Article 20 of the same decree having legal personality; c) “proxy advisor”: a subject that analyzes, on a professional and commercial basis, the information disseminated by companies and, where appropriate, other information regarding European companies with shares listed on the regulated markets of a Member State of the European Union with a view to informing investors in relation to voting decisions by providing research, advice or voting recommendations related to the exercise of voting rights. 2. The provisions set forth in this section apply to institutional investors and asset managers who invest in companies with shares admitted to trading on an Italian regulated market or that of another EU Member State. 3. The provisions set forth in this section for voting consultants apply to the subjects: a) with their registered office in Italy; b) with a registered

office, including secondary, in Italy, if they do not have their registered office or headquarters in another EU Member State.

**Article 124-quinquies, Commitment policy 1.** Except as provided by paragraph 3, institutional investors and asset managers shall adopt and communicate to the public a commitment policy that describes the ways in which they integrate the commitment as shareholders in their investment strategy. The policy shall describe the ways in which they monitor investee companies on important issues, including strategy, financial and non-financial results as well as risks, capital structure, social and environmental impact and corporate governance, interact with investee companies, exercise voting rights and other rights connected to shares, collaborate with other shareholders, communicate with

---

the relevant stakeholders of the investee companies and manage the current and potential conflicts of interest in relation to their commitment. 2. Except as provided for by paragraph 3, institutional investors and asset managers shall communicate to the public, on an annual basis, how they implement this commitment policy, including a general description of voting behavior, an explanation of the most significant votes and recourse to proxy advisory services. They shall communicate to the public which way they voted general meetings of the companies of which they are shareholders and may exclude the votes deemed insignificant in relation to the object of the vote or to the size of the shareholding in the companies. 3. Institutional investors and asset managers shall provide a clear and justified communication to the public of the reasons for any decision not to comply with one or more of the provisions of paragraphs 1 and 2. 4. Institutional investors and asset managers shall comply with the provisions relating to conflicts of interest envisaged by the sector regulations, including in the implementation of the commitment policy adopted by them and published pursuant to paragraph 1. 5. The information referred to in paragraphs 1, 2 and 3 shall be made available to the public free of charge on the website of the institutional investors or asset managers or through other easily accessible online means. 6. In the event that the asset managers implement the commitment policy with reference to the exercise of voting rights on behalf of institutional investors, the latter shall indicate where the asset managers have publicised the information regarding the vote.

**Article 124-sexies Investment strategy of institutional investors and agreements with asset managers 1.** Institutional investors shall communicate to the public how the main elements of their equity investment strategy are consistent with the profile and duration of their liabilities, in particular long-term liabilities, and how they contribute to the medium and long-term returns of their assets. 2. Except as provided in paragraph 3, institutional investors who invest through asset managers, as defined in Article 2, letter f) of Directive 2007/36/ EC, shall communicate to the public the following information concerning the management agreement, on an individual or collective basis, with the aforementioned asset manager: a) the ways in which the agreement

encourages the asset manager to align the strategy and investment decisions with the profile and duration of the liabilities of institutional investors, in particular long-term liabilities; b) the ways in which the agreement encourages the asset manager to make investment decisions based on the assessments relating to the long and medium-term financial and non-financial results of the investee companies and to engage with these companies in order to improve the medium and long-term results; c) the ways in which the method and the time horizon for assessing the results of the asset manager and its remuneration for the management activity are in line with the profile and the duration of the liabilities of the institutional investor, in particular long-term liabilities, and takes absolute long-term results into account; d) the ways in which the institutional investor controls the portfolio turnover costs incurred by the asset manager, as well as the ways in which it defines and controls a predetermined portfolio turnover value and the

---

related variation range; e) the possible duration of the agreement with the asset manager. 3. If the agreement with the asset manager referred to in paragraph 2 does not include one or more of the elements indicated in the same paragraph, the institutional investor shall clearly explain the reasons for this choice. 4. The information referred to in this article is made available to the public free of charge on the institutional investor's website or through other easily accessible online means and, subject to substantial changes, are updated on an annual basis. 5. The companies referred to in Article 124-quater, paragraph 1, letter b), n. 1), insert this information in the solvency and financial condition report referred to in article 47-septies of the Legislative Decree of 7 September 2005, n. 209. Articles 47-octies, 47-novies and 47-decies of the same legislative decree are also applied.

**Article 124-septies Transparency of asset managers** - 1. The asset managers shall communicate, on an annual basis, to the institutional investors indicated in Article 2, letter e) of Directive 2007/36/EC, with which they have concluded the agreements referred to in Article 124-sexies, how their investment strategy and its implementation comply with these agreements and contribute to the medium and long-term return of the assets of institutional investors or the funds. 2. The communication envisaged in paragraph 1 shall include: a) reports on the main medium and long-term risks associated with investments, on the composition of the portfolio, on its turnover and on the related costs, on the use of proxy advisors for the purposes of commitment activities and, where applicable, on their policy for granting securities on loan as well as the way in which the latter is implemented in order to pursue their commitment activities, in particular at the general meetings of investee companies; b) information on the possible adoption, and related procedures, of investment decisions based on an assessment of the medium and long-term results of the investee companies, including non-financial results; c) information on the possible occurrence of conflicts of interest in connection with the commitment activities and the

measures taken by the asset managers to manage them.<sup>3</sup> Asset managers shall not carry out the communication referred to in this article, if the information requested is already available to the public. 4. The information referred to in paragraph 1 is communicated with the fund's annual report or, in the case of the portfolio management investment service, with the periodic report.

**Article 124-octies Transparency of proxy advisors** - 1. Proxy advisors, including for the purpose of adequately informing customers about the accuracy and reliability of their activities, shall publish a report on an annual basis that contains at least the following information in relation to the performance of their research, their advice and their voting recommendations: a) the essential characteristics of the methods and models applied; b) the main information sources used; c) the procedures put in place to guarantee the quality of research, advice and voting recommendations as well as the qualifications of the personnel involved; d) the ways in which, if necessary, they take into account the regulatory conditions and those of the national market as well as the specific conditions of companies; e) the essential characteristics of the voting policies

This is the objectification of mechanisms and tools already known in concrete experience: think of the Stewardship principles of Assogestioni, or, for voting consultants, the Best Practice Principles for Shareholder Voting Research.

---

applied to each market; f) the extent and nature of the dialogue, if any, held with the companies subject to their research, their advice or their voting recommendations and with the stakeholders of the company; g) the policy concerning the prevention and management of potential conflicts of interest; h) any adherence to a code of conduct or the explanation in a clear and justified manner of the reasons for the failure to adhere. Proxy advisors who adhere to a code of conduct shall also report on the application of this code, including with reference to the information required by the previous letters, specifying any failure to adhere to one or more provisions of the code, the reasons for the same and any alternative measures adopted.<sup>2</sup> The report indicated in paragraph 1 shall be made available to the public, free of charge, on the voting consultant's website and shall remain available to the public for at least three years starting from the date of publication.<sup>3</sup> Articles 114, paragraphs 5 and 6, and 115, paragraph 1, letters a), b) and c) apply to proxy advisors.<sup>4</sup> Proxy advisors, in carrying out the requested service, shall identify and communicate to their customers without delay any real or potential conflict of interest or business relationship that may influence the performance of their research, their advice or their voting recommendations and actions taken to eliminate, mitigate or manage any real or potential conflicts of interest.

**Article 124-novies Regulatory powers** 1. CONSOB, having consulted with the Bank of Italy, IVASS and COVIP la Banca d'Italia, l'IVASS e la COVIP, shall regulate the terms and conditions of communication, provided for in article

*124-septies, to institutional investors by asset managers. 2. CONSOB, having consulted with the Bank of Italy, establishes, by regulation, the terms and procedures for the publication of the asset managers' commitment policy, the procedures for its implementation and the additional information elements, referred to in Article 124-quinquies, paragraphs 1, 2 and 3.3. IVASS and COVIP shall regulate, by their own regulation, according to the respective supervisory powers and with reference to the parties supervised by the same authorities, the terms and conditions for publication of the following information: a) the commitment policy of institutional investors, the implementation methods and the additional information elements, referred to in article 124-quinquies, paragraphs 1, 2 and 3; b) the elements of the equity investment strategy adopted by institutional investors or of the agreement stipulated with the asset manager and the information elements, referred to in article 124-sexies, paragraphs 1, 2 and 3.4. CONSOB shall regulate the terms and conditions of publication by proxy advisors of the report indicated in article 124-octies.".*

This intervention, to be completed with further regulatory interventions (see art. 124-novies), potentially suitable for obtaining an increase in the level of disclosure in favor of the market with an efficiency of relations between all the subjects affected by the new provisions through the creation of conditions for an attitude of - possible - greater commitment by the shareholders of listed companies. As an example, in this perspective, think of the discipline of relations between asset managers and institutional investors as well as the discipline dedicated to voting consultants through art. 124-octies of the TUF that applies, pursuant to art. 124-quater, paragraph 3, both to consultants having their registered office in Italy, as well as to those having a registered office, also secondary, in Italy, if they do not have their registered office or headquarters in another Member State of the European Union. In this regard, the publication of a structured annual declaration and the timely communication to its customers of real or potential conflicts of interest or of commercial relations that may influence their recommendations together with the actions taken to

eliminate, mitigate or manage them are expected. Furthermore, they are subject to the powers of Consob pursuant to articles 114, paragraphs 5 and 6 as well as 115 of the TUF.

Article. 3 octies of the Directive, entitled “Commitment Policy”, requires the recipient States of the Community measure to ensure that institutional investors and active managers develop and communicate (to the public) the ways in which they monitor the investee companies on relevant issues; how they dialogue with investee companies; how to exercise the right to vote and other rights connected with the shares; collaborate with other shareholders; they communicate with the relevant stakeholders of the investee companies and manage current and potential conflicts of interest in relation to their commitment. In the event of failure to comply with this, they should provide an adequate, clear and motivated explanation according to the comply or explain principle. Similarly, these subjects are specifically requested to communicate to the public, on an annual basis, “the methods of implementation of the commitment policy, including a general description of the voting behavior, an explanation of the most significant votes and the use of consultant services. on the matter of voting”. In addition to disclosing the merit of the vote given at the general meetings of the companies of which they are shareholders (without prejudice to the possibility of excluding from this information those votes deemed insignificant in light of the object of the vote or the size of the equity investment in the company). Where an active manager invests on behalf of an institutional investor “on a discretionary basis for each individual client or through a collective investment scheme”, the shareholder is asked to make public the details of the agreement with the manager, namely:

- the incentive procedures for the asset manager to align the strategy and investment decisions with the profile and duration of the long-term institutional investor's liabilities;
- the methods where the agreement incentivizes the manager on investment decisions based on the assessments of the long and medium term financial and non-financial results of the investee company and to engage with the investee companies in order to improve the medium and long term results;
- the method and timing of assessment of the results of the asset manager and the remuneration for management services;
- the ways in which the institutional investor controls the portfolio turnover costs incurred by the asset manager and how it defines and controls a target relating to the portfolio rotation level or interval; -  
the duration of the agreement.

If the agreement with the asset manager does not include any of these elements, the institutional investor will be required to explain, in a clear and articulated way, the reasons for this choice. The community forecasts therefore outline a new listed company and an enhancement of institutional investors.

Furthermore, the sought-after link between social interest and long-term investment strategies, which are not necessarily translating to an active involvement of the shareholder, should not be overlooked as some concerns arise. The regulatory strategy appears to be oriented towards two priority aspects: incentives for long-term investments, with the hoped for limitation of excessively profit-oriented strategies; and the creation of a more complete dialogue between management and qualified shareholders. In addition to making a series of changes to the TUF rules

concerning the shareholders' meeting such as Articles 125-bis, 125-quater and 127-ter - the latter concerning the presentation of questions before the meeting - also intervenes on the sanctioning side connected to the new precepts brought by Directive no. 2017/828. This in light of the provisions of art. 14-ter of Directive no. 2007/36, introduced by art. 1, par. 5) of Directive no. 2017/828.

## **6. Side considerations**

In this context, however, it is necessary to ask whether the internal protection mechanisms located within the European Union safeguard their competitiveness in an international context.

Europe is increasingly exposed to incipient and aggressive external competition (China, Japan, United States, South Korea, Taiwan, India, ecc.) in sectors with strong technological dynamism and characterized by peculiar market forms, where the company dimension and the relative economies of scale and purpose can be decisive in influencing the results of the global competitive game. Consider, for example, information technology and big data management, telecommunications, energy, air-naval-land transport or pharmaceuticals.

Many intra-EU approaches, in fact, have a strong ability to compromise Europe's ability to compete beyond its borders.

The need, therefore, to clearly equip the EU with European rules more suited to a modern concept of competition that can make the continent more competitive in an industrial policy perspective, albeit in the preservation and reaffirmation of the single market, is clearly evident. The issue of european competitiveness and the prefiguration of large continental players that can face the american and



asian giants is never sufficiently and effectively addressed. And when this happens, there is a sterile and counterproductive debate often permeated by ideological skirmishes. There is the age-old - and substantially unresolved - issue of the protection of non-EU investors who benefit from public subsidies - when, even, they are the emanation of States - and they have much lower production costs due to the poor working conditions of the workers and the substantial absence of environmental protection constraints.

The relative comparison does not aim to question the freedom of investment, but the need to place a guarantee of the level playing field with the absolute need to protect the market from unfair competition must be reiterated.

We therefore need serious and effective anti-dumping policies and screening mechanisms for foreign investments that go beyond the mere exchange of information. It is quite clear how you are in a substantially obsolete European regulatory framework that is in a massively changed global scenario. In this perspective, it is necessary to rethink, among other things, the state aid policy, despite the awareness that this constitutes a safeguard for fair competition in the European context.

However, it is clear that while in the internal market there is a strict regime, this same market is subject to attention by players subsidized by their governments with serious alteration of competitive opportunities.

*Regulatory index:*

1. Proposal for a disclosure regulation on sustainability in the financial services sector; <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52018PC0354>
2. Technical Standards on the Disclosure Regulations <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/?fuseaction=list&coteId=3&year=2016&number=1403&version=ALL&language=it>
3. Regulation amending regulation (EU) 2016/1011 as regards the EU climate transition reference indices, and the EU reference indices aligned with the Paris agreement and the communications relating to sustainability for the reference indices; <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/ALL/?uri=CELEX%3A32016R1011>
4. *Delegated acts on benchmarks e benchmark ESG disclosure*; [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:ce41ab0a-5f37-11e8-ab9c-01aa75ed71a1.0008.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:ce41ab0a-5f37-11e8-ab9c-01aa75ed71a1.0008.02/DOC_1&format=PDF)
5. Amendments to the delegated regulation (UE) 2017/565; <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:02017R0565-20171214&from=FI>
6. Delegated directive (EU) 2017/593 la (MiFID II) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0593>
7. UCITS and AIFMD delegated acts; <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/3/2014/IT/3-2014-9796->

IT-F1-1.Pdf

8. Regulation amending Delegated Regulation (EU) no. 35/2015 implementing the Solvency II Directive; <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015R0035&from=EN>
9. Delegated Regulation (EU) 2359/2017 implementing the IDD Directive; [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=PI\\_COM:C\(2017\)8681&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=PI_COM:C(2017)8681&from=EN)
10. Report TEG su Green Bond Standards; [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf)
11. *ESMA Advice on undue short-termism pressures on companies*; [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-22-762\\_report\\_on\\_undue\\_short-term\\_pressure\\_on\\_corporations\\_from\\_the\\_financial\\_sector.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-22-762_report_on_undue_short-term_pressure_on_corporations_from_the_financial_sector.pdf)
12. Amendments to Directive 2013/36/EU and to Regulation (EU) 575/2013; <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0575&from=EN>
13. Regulation (EU) 2019/1238 (PEPP); [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2019.198.01.0001.01.ITA&toc=OJ:L:2019:198:FULL](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2019.198.01.0001.01.ITA&toc=OJ:L:2019:198:FULL)

14. Regulation of the European Parliament and of the Council amending the founding Regulations of the 3 European Supervisory Authorities and EUVECA - European Venture Capital Funds, EUSEF - European Social Entrepreneurship Funds, EL-TIF European Long Term Investment Fund; <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2175&from=EN>
15. Regulation MiFIR <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0600>
16. Regulation Prospectus <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=CELEX:32017R1129>
17. ESMA Guidelines on “Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings”; [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-320\\_final\\_report\\_guidelines\\_on\\_disclosure\\_requirements\\_applicable\\_to\\_credit\\_ratingagencies.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-320_final_report_guidelines_on_disclosure_requirements_applicable_to_credit_ratingagencies.pdf)
18. Directive (EU) 2017/828 (“Shareholders’ Rights”) Amendments to Directive 2013/36/EU and to Regulation (EU) 575/2013 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32017L0828>
19. Technical Advice relating to the analysis of existing practices by credit rating agencies regarding the consideration of ESG factors in their assessment; <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018AE1695&from=ES>



## **Authors**

**Lawyer Pier Paolo Poggioni.** Freelance attorney in Cassation and in Higher Jurisdictions. Expert in Business Law, International Law and European Union Law. Consultant for companies operating in Italy and abroad. Former Adjunct Professor of International Law and European Union Law at the University of Siena and LUISS MANAGEMENT. Professor of the Federiciana Popular University and of the UNICUSANO. Author of scientific publications. Speaker in Italy and abroad on business law and EU law.

**Dr. Monica Peta.** Chartered Accountant and Statutory Auditor, with office in Rome. Former contract professor at the Magna Grecia University of Catanzaro; Member of the National Scientific Committee of the School University Foundation, assignee of teaching position at the Federiciana Popular University.

**Dr. Enea Franza.** Chartered Accountant and Auditor. Director of the Department of Political Sciences International University for Peace. Consob manager and teacher in various Italian and foreign universities. Author of scientific publications. Speaker in Italy and abroad on economics and law on financial and business markets.

**Lawyer Catia Maietta.** PhD University of Naples Federico II. Author of legal works, including the “Web Law” manual and the “Commentary on the European Convention on Human Rights”. He actively collaborates with various scientific journals, in particular on cybersecurity and rights protection (GDPR) issues. He deals with fintech and green economy. Contributor of [www.agendadigitale.eu](http://www.agendadigitale.eu)

**Dr. Aurelia Segreti.** Officer, Issuer Information Division,  
Consob.









ORGANIZZAZIONE DELLE NAZIONI UNITE (ONU)  
UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE PER LA PACE - ROMA

# DOCUMENTI PER UNA FINANZA SOSTENIBILE

Verso una finanza di sostenibilità ambientale

*“... La sfida per un green new deal impone un percorso lungo e articolato, ma i molteplici passi necessari possono essere gradualmente fatti se esiste un disegno strategico di lungo periodo, di cui la nostra economia ha assoluta necessità...”*

Aurelia Segreti, Catia Maietta, Enea Franza, Monica Peta, Pier Paolo Poggioni

onthewave®  
e d i z i o n i



## **Indice**

### **Il Piano d’azione europeo sulla finanza sostenibile: il punto sullo stato di realizzazione**

|  |     |
|--|-----|
| 1. Premessa .....  | 143 |
| 2. Regolamento Disclosure .....  | 149 |
| 3. Regolamento Benchmark (BMR) .....                                       | 157 |
| 4. Il Regolamento di Tassonomia .....                                      | 163 |
| 5. Gli atti delegati: MIFID, AIFMD, IDD e UCITS ....                       | 165 |
| 6. Ecolabel Europeo per i prodotti finanziari e green bond standards. .... | 173 |
| 7. Altre modifiche di framework conferenti con il Piano d’azione. ....     | 176 |

### **Commento al quadro regolamentato della sostenibilità nel settore dei servizi finanziari e le norme tecniche di regolamentazione (RTS)**

|  |     |
|--|-----|
| 1. Contenuto e scopo del Regolamento in materia di sostenibilità finanziaria ..... | 181 |
| 2. Gli obblighi di trasparenza informativa .....                                   | 183 |
| 3. Dalle ESAs lo sviluppo delle norme tecniche di regolamentazione (RTS). ....     | 188 |

## **Indici di riferimento (UE) di transizione climatica e indici di riferimento (UE) allineati con l'accordo di Parigi**

1. Premessa .....191
2. Benchmarks ESG .....197
3. Modifiche del Regolamento (UE) n. 2016/1011 .....200

## **Trasparenza Informativa e Finanza Sostenibile**

1. Responsabilità comunicativa delle società .....211
2. Comunicare agli investitori: applicazione dei criteri criteri ESG nelle scelte di investimento .....212
3. Dichiarazione Informazioni Non Finanziarie quale strumento di comunicazione al mercato .....220
4. Prospetto Informativo quale strumento di comunicazione al mercato da parte di società chiuse ...226
5. Compiti di vigilanza in tema di comunicazione / trasparenza informativa ESG .....232

## **Commento alla Direttiva UE 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio: la politica di remunerazione e la trasparenza**

1. Overview .....235
2. Politica di remunerazione .....238
3. Informazioni ai soci .....247

|   |     |
|---|-----|
| 4. I “fattori ambientali” richiamati dal “considerando 29” .. | 248 |
| 5. Trasparenza .....  | 250 |
| 6. Considerazioni a latere .....                              | 257 |

*Indice*

|                        |     |
|------------------------|-----|
| <i>normativo</i> ..... | 259 |
|------------------------|-----|

Coordinamento del gruppo di Lavoro: Dott. Enea Franza





## Prefazione del Rettore, Ing. Prof. Gianni Cara

L'Assemblea Generale delle Nazioni Unite, con la risoluzione 35/55 del 5 dicembre 1980, ha istituito l'Università Internazionale per la Pace con la seguente missione: *“Fornire l'umanità di un istituto internazionale di istruzione superiore per la Pace con l'obiettivo di promuovere tra tutti gli esseri umani lo spirito di comprensione, la tolleranza e la convivenza pacifica, per stimolare la cooperazione tra i popoli e per contribuire a ridurre gli ostacoli e le minacce alla pace e al progresso nel mondo, in linea con le nobili aspirazioni proclamate nella Carta delle Nazioni Unite”*. La Carta dell'Università espone nella sua appendice i seguenti principi generali.

La persistenza della guerra nella storia dell'umanità e le crescenti minacce contro la pace negli ultimi decenni mettono a repentaglio l'esistenza stessa della razza umana e rendono imperativo che la pace non debba più essere vista come un concetto negativo, come la fine di un conflitto, o come un semplice compromesso diplomatico, ma che invece debba essere raggiunta e garantita attraverso la risorsa più preziosa e più efficace che l'uomo possiede - l'educazione. La pace è l'obbligo primario e irrevocabile di una Nazione e l'obiettivo fondamentale delle Nazioni Unite; anzi essa è la ragione della sua esistenza. Tuttavia, finora, non si è utilizzato lo strumento migliore per raggiungere questo bene supremo - l'istruzione.

Molte Nazioni e molte organizzazioni internazionali hanno tentato di arrivare alla pace attraverso il disarmo. Questo sforzo deve essere certamente perseguito, ma i fatti dimostrano che l'uomo non dovrebbe essere troppo ottimista, finché la mente umana non viene coltivata mediante il complesso concetto di pace sin dalla più tenera

età. L'educazione alla Pace richiede che venga sempre più riconosciuta l'importanza centrale della formazione e della ricerca come fondamento della pace e del progresso e come mezzo prioritario per ridurre il pregiudizio e l'odio su cui violenza, conflitti e terrorismo si fondano.

Compito dell'università Internazionale per la Pace - ONLUS è dunque quello di educare alla pace, impegnandosi in insegnamento, ricerca, formazione post laurea e diffusione delle conoscenze fondamentali per il pieno sviluppo della persona umana e delle società attraverso lo studio interdisciplinare di tutte le questioni relative alla pace. La sfida che tutte le Nazioni e che tutti gli uomini e le donne devono affrontare è l'educazione alla pace, che costituisce il miglior mezzo per salvare la razza umana, minacciata dalla guerra. Se l'educazione è il principale strumento della scienza e della tecnologia, dovrà tanto più esserlo per realizzare quel diritto primario della persona umana che è la Pace. Le Nazioni Unite - con la risoluzione 35/55 del 5 dicembre 1980 - *“volendo fornire all'umanità un'Istituzione Internazionale di istruzione superiore per la Pace e al fine di promuovere tra tutti gli esseri umani lo spirito di comprensione, tolleranza e coesistenza pacifica”* hanno creato da quasi 39 anni l'Università Internazionale per la Pace, stabilendone la sede centrale in Costa Rica, premiando così questo paese per aver abolito, unico al mondo e unilateralmente, le proprie forze armate e destinando all'istruzione i fondi di bilancio risparmiati. Attualmente il rettore è il dr. Francisco Rojas Aravena. Questo importante Ateneo, di cui oggi è Presidente Onorario il Segretario Generale delle Nazioni Unite, Antonio Guterres, che è stato espressamente autorizzato a rilasciare - con validità ed efficacia estesa a tutti gli Stati Membri dell'ONU - master e dottorati, ha tra i suoi obiettivi quello di istituire a livello periferico una serie di strutture (dotate di autonomia organizzativa e finanziaria) che gli consentano di raggiungere nelle diverse

parti del pianeta (per promuovervi il perseguimento dei propri fini istituzionali) bacini d'utenza più ampi possibili.

140

Per quel che concerne l'Italia, il 6 novembre 2015 gli organi direttivi di University for Peace (UPEACE) hanno firmato con me, - già responsabile per l'Europa della “*World Organization for Peace*” - il protocollo d'intesa con il quale è stata ufficializzata l'istituzione di una sede delegata in Italia, destinata ad affiancarsi alle altre già da tempo operanti, secondo il diritto consuetudinario e pattizio, in Olanda, Giappone, Filippine, Cile ed Etiopia.

L'Università Internazionale per la Pace - Roma è stata dunque individuata da *University for Peace Costa Rica*, quale ente incaricato di istituire la sede universitaria di Roma. Anche l'Ateneo italiano nasce dunque con l'obiettivo di fornire un'offerta formativa altamente qualificata e avanzata, tale da estendersi, con le connesse attività di studio e ricerca, all'Europa Orientale e Meridionale, all'area mediterranea, al Medio Oriente e all'Africa equatoriale e Sub-sahariana.

In esecuzione all'incarico ricevuto è stato costituito un apposito organismo, denominato appropriatamente “Università Internazionale per la Pace – Roma”; inoltre, sono state istituite 2 sedi - una sede centrale a Roma e una sede periferica operativa a Napoli (nel Complesso Altamira), in un'area molto innovativa, che è un vero e proprio acceleratore di imprese.

Ing. Prof. Gianni Cara



## **Il Piano d'azione europeo sulla finanza sostenibile: il punto sullo stato di realizzazione**

*Dott. Enea Franza\**

Il mercato dei *green bond* è in crescita a livello globale da oltre un decennio. Parallelamente alle obbligazioni verdi, si stanno diffondendo nuove tipologie di strumenti come i *sustainable bond*, i *social bond* e i *transition bond* che, in modalità diversa, contribuiranno al raggiungimento degli SDGs delle Nazioni Unite. Tuttavia, la sfida per un *green new deal* impone un percorso lungo e articolato, ma i molteplici passi necessari possono essere gradualmente fatti se esiste un disegno strategico di lungo periodo, di cui la nostra economia ha assoluta necessità. L'articolo affronta il dibattito europeo, facendo il punto sul quadro normativo, senz'altro in evoluzione, ma che denota la convinzione che gli investimenti sostenibili possono fungere da fattori trainanti per la crescita pulita del mercato finanziario e certificano l'impegno dell'Unione per affrontare le emergenze climatiche anche sotto l'aspetto delle opportunità offerte dal mercato finanziario.

### **1. Premessa**

Adottando l'accordo di Parigi sul cambiamento climatico<sup>1</sup>

---

*\*Le opinioni dell'autore sono espresse a titolo personale e non coinvolgono l'Ente presso il quale lavora.*

<sup>1</sup> La Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC) è il principale accordo internazionale sull'azione per il clima ed è

stata una delle tre convenzioni adottate al vertice sulla Terra di Rio nel 1992. Finora è stata ratificata da 195 paesi. All'inizio ha rappresentato uno strumento che

e l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile<sup>2</sup>, l'Unione Europea si è impegnata a favore dell'o-

---

consentiva ai paesi di collaborare al fine di limitare l'aumento della temperatura globale e i cambiamenti climatici e di affrontarne le conseguenze. Il Consiglio si occupa di due questioni collegate all'UNFCCC: - la ratifica dell'emendamento di Doha al protocollo di Kyoto, che riguarda gli impegni relativi al secondo periodo, dal 2013 al 2020; - l'accordo di Parigi, un nuovo accordo globale sui cambiamenti climatici esteso a tutti i paesi dell'UNFCCC, la sua ratifica, attuazione ed entrata in vigore nel 2020. La conferenza di Parigi sul clima si è tenuta dal 30 novembre all'11 dicembre 2015, raggiungendo il 12 un nuovo accordo globale sui cambiamenti climatici, che prevede un piano d'azione per limitare il riscaldamento globale "ben al di sotto" dei 2°C. L'accordo di Parigi è entrato in vigore il 4 novembre 2016, in seguito all'adempimento delle condizioni per la ratifica da parte di almeno 55 paesi che rappresentano almeno il 55% delle emissioni globali di gas a effetto serra. Tutti i paesi dell'UE hanno ratificato l'accordo.

<sup>2</sup> Il 25 settembre 2015, le Nazioni Unite hanno approvato l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile e i relativi 17 Obiettivi di sviluppo sostenibile (*Sustainable Development Goals* - SDGs nell'acronimo inglese), articolati in 169 Target da raggiungere entro il 2030. I 17 punti sono i seguenti: - Porre fine alla povertà in tutte le sue forme; - Azzerare la fame, realizzare la sicurezza alimentare, migliorare la nutrizione e promuovere l'agricoltura sostenibile; - Garantire le condizioni di salute e il benessere per tutti a tutte le età; - Offrire un'educazione di qualità, inclusiva e paritaria e promuovere le opportunità di apprendimento durante la vita per tutti; - L'istruzione può davvero garantire ai giovani un futuro migliore; - Realizzare l'uguaglianza di genere e migliorare le condizioni di vita delle donne; - Garantire la disponibilità e la gestione sostenibile di acqua e condizioni igieniche per tutti; - Assicurare l'accesso all'energia pulita, a buon mercato e sostenibile per tutti; - Promuovere una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, la piena e produttiva occupazione e un lavoro decoroso per tutti; - Costruire infrastrutture resistenti, promuovere l'industrializzazione sostenibile e inclusiva e favorire l'innovazione; - Riduzione delle disuguaglianze tra i Paesi; - Rendere le città e le comunità sicure, inclusive, resistenti e sostenibili; - Garantire modelli di consumo e produzione sostenibili; - Fare un'azione urgente per combattere il cambiamento climatico e il suo impatto; Salvaguardare gli oceani, i mari e le risorse marine per un loro sviluppo sostenibile; - Proteggere, ristabilire e promuovere l'uso sostenibile degli ecosistemi terrestri, la gestione sostenibile

delle foreste, combattere la desertificazione, fermare e rovesciare la degradazione del territorio e arrestare la perdita della biodiversità; - Promuovere società pacifiche e inclusive per lo sviluppo sostenibile, garantire a tutti l'accesso alla giustizia, realizzare istituzioni efficaci, responsabili e inclusive a tutti i livelli; - Rinforzare i significati dell'attuazione e rivitalizzare le collaborazioni globali per lo sviluppo sostenibile. Vedi anche <https://www.unric.org/it/agenda-2030>.

biiettivo di un'economia e una società più sostenibili. Per conseguire una tale crescita occorre, naturalmente, che ciascun attore della società faccia la sua parte e il sistema finanziario non fa eccezione e anzi è chiamato a intervenire come motore di tale necessario sviluppo; in tale contesto riorientare i capitali privati verso investimenti più sostenibili comporta, in una visione necessariamente a lungo termine, un riesame globale del funzionamento del nostro sistema finanziario, che tuttavia, garantisca, nel contempo, la stabilità dello stesso e assicuri la maggiore trasparenza possibile<sup>3</sup>. L'8 marzo 2018, alla luce delle raccomandazioni contenute nel *Final Report* del gennaio 2018 dell'*High-Level Expert Group on Sustainable Finance*,<sup>4</sup> e in linea con l'impegno

---

<sup>3</sup> In merito, sono stati presentati diversi modelli per la misurazione dello sviluppo sostenibile per l'azienda, uno di questi, il modello del *Capital Approach*, misura lo sviluppo aziendale sostenibile basandosi sulla relazione tra il benessere delle generazioni future e quello delle generazioni presenti. Per sostenere il benessere nel tempo è necessario mantenere o sostituire, a mano a mano che viene consumata, la ricchezza (o capitale) nelle sue diverse forme che sono: 1. Capitale finanziario (es. azioni, obbligazioni, conti correnti); 2. Capitale di produzione (es. impianti, edifici, telecomunicazioni e infrastrutture in generale); 3. Capitale naturale: risorse naturali, terra, ecosistemi; 4. Capitale umano: forza lavoro; 5. Capitale sociale: organismi, enti e reti sociali. Secondo la teoria della sostenibilità debole, per garantire il benessere delle generazioni future, la somma delle varie forme di capitale deve essere mantenuta costante nel tempo: nel caso in cui una tipologia di ricchezza decresca, deve essere sostituita con un'altra forma di capitale in modo da compensare la perdita. Una forma più forte di tale approccio sostiene, invece, che il capitale naturale non può essere sostituito e che la sua distruzione può essere irreversibile, perciò ogni forma di capitale deve essere tramandata intatta alle generazioni future. Vedi, Rassegna OCSE. Sviluppo sostenibile: Interazione tra economia, società,

ambiente. OECD 2008. <sup>4</sup> L'*High-Level Expert Group on Sustainable Finance* (HLEG) è un gruppo di esperti costituito nel dicembre del 2016 dalla Commissione Europea con il compito di elaborare delle linee guida per lo sviluppo della finanza sostenibile in Europa; l'obiettivo è stato quello orientare il mercato europeo dei capitali verso il finanziamento di progetti che favoriscano una "crescita economica sostenibile", ovvero in grado di garantire benessere nel lungo periodo, inclusione sociale e riduzione dello sfruttamento delle risorse naturali e dell'ambiente. Il gruppo di lavoro comprendeva 20 rappresentanti di attori dell'industria finanziaria, del mondo accademico e della società civile, affiancati da osservatori di istituzioni europee e internazionali. Tra i membri del gruppo di lavoro c'era anche Flavia Micilotta, che ricopriva la carica di *Executive Director* di Eurosif.

preso dall'UE e i suoi Stati membri con il patto sul clima del 2015, la Commissione europea ha pubblicato un "Piano d'Azione per la finanza sostenibile" (v. oltre "Piano"), in cui vengono delineate la strategia e le misure da adottare per la realizzazione di un sistema finanziario in grado di sostenere il programma dell'Unione europea per il clima e la crescita sostenibile<sup>5</sup>.

Il "Piano" prevede il ri-orientamento dei flussi di capitale verso investimenti "verdi", la gestione dei rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici, dal degrado ambientale e dalle questioni sociali e l'incremento della trasparenza delle attività economiche. Peraltro, tra le azioni proposte c'è quella di creare un linguaggio comune per la finanza sostenibile, ovvero, un sistema unificato di classificazione dell'UE (o "tassonomia") per definire ciò che è sostenibile e identificare gli ambiti in cui gli investimenti sostenibili possono incidere maggiormente. Conseguentemente, sul-

---

Il 13 luglio 2017 l'HLEG ha diffuso un *Interim Report* che è stato sottoposto a consultazione pubblica. Il 31 gennaio 2018 è stato pubblicato il *Final Report* con raccomandazioni rivolte alla Commissione Europea.

<sup>5</sup> Il 28 novembre 2018, la Commissione ha presentato "Un pianeta pulito per tutti", la sua visione strategica a lungo termine per raggiungere un'economia climaticamente neutra entro il 2050. I percorsi illustrati nella strategia si basano su sette componenti strategiche: 1. una maggiore efficienza energetica; 2. una



diffusione più capillare delle energie rinnovabili; 3. una mobilità più pulita e connessa; 4. un'industria competitiva basata sull'economia circolare; 5. una serie di infrastrutture intelligenti e interconnesse; 6. uno sviluppo considerevole della bioeconomia e dei pozzi naturali di assorbimento del carbonio; 7. l'uso della cattura e dello stoccaggio del carbonio. Il 14 marzo 2019 il Parlamento ha adottato una risoluzione sul cambiamento climatico in cui accoglie con favore la pubblicazione della visione strategica, discute in merito ai percorsi mirati all'azzeramento delle emissioni nette di gas a effetto serra entro il 2050 e ritiene che tale obiettivo sia l'unico compatibile con gli impegni dell'Unione nel quadro degli accordi di Parigi. Nel giugno del 2019, il Consiglio europeo ha invitato il Consiglio e la Commissione a portare avanti i lavori sui processi e sugli strumenti da adottare per assicurare la transizione verso un'UE a impatto zero sul clima. Il Consiglio europeo definirà i suoi orientamenti entro la fine del 2019. L'UE sottoporà la sua strategia a lungo termine alla convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC) entro il 2020, in conformità alle richieste dell'accordo di Parigi.

la base di questo sistema di classificazione, il “Piano” si propone di creare marchi per i prodotti finanziari “verdi” dell'UE, permettendo così agli investitori di individuare agevolmente gli investimenti che rispettano i criteri ambientali o di basse emissioni di carbonio. La Commissione spiega nel “Piano” la necessità di chiarire l'obbligo, per i gestori di attività e gli investitori istituzionali, di tenere conto dei fattori di sostenibilità nel processo di investimento e di rendere più stringenti gli obblighi di comunicazione, nonché di imporre alle imprese di assicurazione e di investimento di consigliare i clienti in base alle loro preferenze in materia di sostenibilità. Un altro intervento previsto nel citato “Piano”, riguarda l'integrazione della sostenibilità nei requisiti prudenziali. Le banche e le imprese di assicurazione, infatti, sono una fonte importante di finanziamento esterno per l'economia europea; in tal senso la Commissione si fa carico di esaminare la fattibilità di una calibrazione dei requisiti patrimoniali delle banche (il cosiddetto “fattore di sostegno verde”) per gli investimenti sostenibili, quando ciò si giustifichi sotto il profilo del rischio, assicurando, al tempo

stesso, la tenuta della stabilità finanziaria<sup>93</sup>. Infine, si prevede di migliorare la trasparenza per quanto riguarda le comunicazioni societarie e in tal senso si propone di rivedere le linee guida sulle informazioni non finanziarie<sup>7</sup> per allinearle maggiormente alle raccomandazioni della *task force* del Consiglio per la stabilità finanziaria sull’informativa finanziaria collegata al clima<sup>94</sup>.

---

<sup>93</sup> In tale contesto, la Commissione ha altresì invitato l’ESMA ad analizzare le prassi in essere presso le agenzie di rating del credito in merito all’utilizzo dei fattori ESG. L’ESMA, nel *Technical Advice* del 18 luglio 2019, ha evidenziato, quale possibile indicazione di policy per la Commissione Europea, l’opzione di modificare il Regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di rating del credito (modificato da ultimo dal regolamento (UE) n. 462/2013-CRAS, introducendo espressamente delle disposizioni che prevedano obblighi di *disclosure* dei fattori di sostenibilità utilizzati da una agenzia di rating del credito nei propri processi di valutazione del merito di credito e di come essi “impattino” sui relativi rating. Inoltre, nel citato *Technical Advice*, quale ulteriore possibile indicazione di policy per la Commissione Europea, viene prevista anche la valutazione se i giudizi di sostenibilità predisposti da varie entità meritino, come avvenuto per i giudizi di rating, una salvaguardia di tipo regolamentare (e di vigilanza), al fine di tutelare gli investitori che utilizzano tali valutazioni. Pertanto verso, in merito alle modalità attraverso cui migliorare la qualità e la coerenza delle informazioni relative ai fattori ESG all’interno dei giudizi di rating, l’ESMA ha osservato come, dette informazioni, rilevino e debbano essere oggetto di

<sup>94</sup> La Presidente eletta Ursula von der Leyen ha collocato le politiche per il clima al primo posto nei propri orientamenti politici, sottolineando nel discorso di apertura della seduta plenaria del Parlamento europeo sulle linee programmatiche 2019-2024 della Commissione UE (16 luglio 2019) come la sfida più pressante che l’Unione dovrà affrontare nel nuovo decennio sia la salute del pianeta. Aderendo all’obiettivo di fare dell’Europa il primo continente a impatto climatico zero del mondo entro il 2050, ha indicato come necessari: - un approccio in due fasi per ridurre le emissioni di CO2 del 50%, se non del 55%, entro il 2030, guidando al contempo negoziati internazionali volti ad aumentare il livello di ambizione delle altre principali economie entro il 2021; - la presentazione, entro i primi 100 giorni di mandato, di un ‘*Green Deal*’ per l’Europa: una “legge europea” sul clima, che traduca in disposizioni giuridicamente vincolanti l’obiettivo della neutralità climatica entro il 2050; - il rafforzamento degli investimenti nel settore ambientale, attraverso il lancio

*disclosure*, solo nel caso in cui esse costituiscano elementi alla base della valutazione del merito di credito; viceversa, per tali informazioni non sussisterebbe un obbligo cogente di *disclosure* e l'agenzia di rating non è tenuta a fornire alcuna "attestazione negativa". Inoltre, l'ESMA suggerisce che le agenzie di rating possano prevedere all'interno della *press release* o del report relativi a un giudizio di rating del credito, un collegamento ipertestuale diretto a una specifica sezione del proprio sito web, o meglio a un documento esplicativo, che contengano informazioni in merito alle modalità attraverso cui la stessa prende in considerazione i fattori ESG nei propri processi di valutazione. Esse, peraltro, debbono indicare nella *press release* o nel report la presenza di fattori ESG alla base della modifica del rating o dell'*outlook*, fornendo una descrizione di ciascuno di essi e delle ragioni per le quali sono da considerarsi "materiali" ai fini dell'attribuzione di un giudizio sul merito di credito e/o del relativo *outlook*.<sup>7</sup> Le Linee Guida hanno lo scopo di aiutare le imprese a redigere dichiarazioni di carattere non finanziario di qualità, pertinenti, utili, coerenti e più comparabili, che possano favorire una crescita e un'occupazione sostenibile e garantisca trasparenza agli *stakeholder*, in conformità con gli obblighi sanciti dalla Direttiva. Il 26 Giugno 2017 la Commissione europea ha pubblicato gli orientamenti (Linee Guida) non vincolanti sulla metodologia di comunicazione delle informazioni di carattere non finanziario previsti dall'art. 2 della Direttiva 2014/95/ UE sulla rendicontazione di informazioni non finanziarie.

Per inciso si evidenzia che dal febbraio 2016 è stato avviato in Italia il c.d. "Dialogo nazionale per la finanza sostenibile", promosso dal Ministero dell'Ambiente e dal programma ambientale delle Nazioni Unite. Il dialogo ha visto il coinvolgimento di istituzioni finanziarie e soggetti protagonisti dei mercati bancario, assicurativo, della gestione del risparmio e dei capitali. Come si legge nel Rapporto conclusivo presentato presso la Banca d'Italia il 6 febbraio 2017, il dialogo si è incentrato soprattutto sulla dimensione ambientale della sostenibilità, richiamando il concetto di finanza verde che mira non solo alla mobilitazione delle risorse finanziarie necessarie per le politiche e i progetti ambientali, ma anche ad allineare tutte le attività finanziarie alle esigenze di sostenibilità. Il citato

---

di un piano di investimenti per un'Europa sostenibile (*Sustainable Europe investment plan*) e la parziale trasformazione della BEI in una banca per il clima;  
- la revisione del

Rapporto evidenzia per l'Italia l'opportunità strategica di orientare il proprio sistema finanziario al fine di sostenere la transizione verso un modello di sviluppo a bassa intensità di carbonio, inclusivo e sostenibile, che rafforzi l'azione di contrasto al cambiamento climatico. Sottolinea, in tale quadro, l'esigenza di dissociare la crescita economica dall'impatto ambientale (*decoupling*)<sup>9</sup>.

## 2. Regolamento *Disclosure*

Nell'ambito del Piano di azione per la finanza sostenibile, la Commissione europea ha pubblicato la proposta di "Regolamento sulla *disclosure* in materia di sostenibilità

---

sistema di scambio di quote di emissioni, per includervi il settore dei trasporti marittimi (e in futuro anche l'edilizia e il sistema dei trasporti); - l'introduzione di un'imposta sul carbonio alle frontiere (*Carbon bordertax* - CBT), per evitare la rilocalizzazione delle emissioni di carbonio e garantire che le imprese europee possano competere in condizioni di parità; - la creazione di un Fondo di transizione (*Just transition Fund*), da affiancare ai fondi di coesione per garantire l'equità della transizione verso la neutralità climatica.

<sup>9</sup> [https://www.minambiente.it/sites/default/files/archivio/notizie/report\\_financing\\_the\\_future\\_en\\_2.pdf](https://www.minambiente.it/sites/default/files/archivio/notizie/report_financing_the_future_en_2.pdf).

nel settore dei servizi finanziari" (di seguito anche "Regolamento")<sup>10</sup> e, conformemente, lo scorso 7 marzo 2019 è stato raggiunto l'accordo politico in sede di Trigolo<sup>11</sup>. Il testo finale del Regolamento è quindi stato approvato dal COREPER<sup>95</sup> il 27 marzo 2019 e dal

---

<sup>95</sup> Il Comitato dei rappresentanti permanenti (COREPER, dal francese Comité des représentants permanents) è un organo del Consiglio dell'Unione europea, composto dai capi o vice-capi delegazione degli stati membri presso l'Unione europea e da un alto numero di comitati e gruppi di lavoro ad esso subordinati. Il suo compito principale è preparare gli incontri a livello ministeriale del Consiglio dell'Unione europea. Il COREPER svolge un ruolo fondamentale nell'elaborazione delle politiche dell'Unione europea, dato che gran parte dei negoziati tra gli stati membri sulle decisioni da prendere si svolge al suo interno.

Parlamento europeo il 18 aprile 2019. Il Regolamento entrerà in vigore venti giorni dopo la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione e sarà applicabile, salvo alcune eccezioni, dal quindicesimo mese successivo a detta pubblicazione.

Il Regolamento *disclosure* mira ad armonizzare gli obblighi informativi in capo ai *financial market participants*<sup>13</sup> e ai *financial advisers*<sup>96</sup> in merito alle c.d. 'sustainability related disclosures to end-investors' e, dunque, alle modalità adottate per l'integrazione nelle scelte di investimento e

<sup>10</sup> *Proposal for a Regulation on disclosures relating to sustainable investments and sustainability risks and amending Directive (EU) 2016/2341, COM(2018) 354, del 24 maggio 2018.*

<sup>11</sup> Al "Trilogo" partecipano tre delegazioni guidate, rispettivamente, da un funzionario della Commissione Europea; da un plenipotenziario della presidenza del Consiglio UE; dal parlamentare europeo *rapporteur* su quell'argomento. Il testo uscito dal "Trilogo" viene poi sottoposto - separatamente - all'approvazione del Parlamento e del Consiglio UE.

nell'attività di consulenza dei c.d. "fattori di sostenibilità" (ovvero, i c.d. *Environmental, Social and Governance factors*, o più in breve, ESG)<sup>97</sup>. Il Regolamento citato ruota attorno a tre pilastri principali: eliminazione del *greenwashing*, ossia delle dichiarazioni infondate o

---

<sup>13</sup> Ovvero, imprese d'investimento ed enti creditizi che prestano il servizio di gestione di portafogli, imprese assicurative che offrono prodotti di investimento assicurativi (IBIP) nei confronti di investitori al dettaglio o professionali, gestori di fondi alternativi, di fondi UCITS o di fondi EuVECA o EuSEF, enti pensionistici aziendali o professionali, produttori di fondi pensione e PEPP (art. 2 punto n. 1 del Regolamento).

<sup>96</sup> Intermediari assicurativi che prestano il servizio di consulenza assicurativa in merito a IBIP, enti creditizi e imprese d'investimento che prestano il servizio di consulenza in materia di investimenti, gestori di fondi UCITS e alternativi che prestano il servizio di consulenza in materia di investimenti (art. 2 punto n. 11 del Regolamento).

<sup>97</sup> ESG è l'acronimo di *Environmental, Stakeholder e Governance* ed indica gli investitori attenti alla sostenibilità.

fuorvianti sulle caratteristiche e i benefici di sostenibilità di un prodotto d'investimento, aumento della conoscenza del mercato per quanto riguarda gli aspetti di sostenibilità e neutralità normativa, ovvero, definizione di un quadro informativo che i diversi operatori del mercato finanziario devono applicare in modo identico.

Le tre autorità europee di vigilanza<sup>98</sup> (ESAs), e in particolare il loro Comitato congiunto, provvederanno a potenziare la convergenza e l'armonizzazione dell'informativa in tutti i settori interessati, nonché a favorire la parità di condizioni, nel senso che il regolamento disciplina i seguenti settori dei servizi finanziari: i) fondi di investimento; ii) prodotti assicurativi con elementi di investimento (prodotti di assicurazione sulla vita con componenti di investimento disponibili tanto come polizze vita al dettaglio individuali che come polizze vita collettive); iii) pensioni private e professionali; iv) gestione

---

<sup>98</sup> Le tre Autorità europee di vigilanza (*European supervisory authorities* - ESAs), in particolare l'Autorità bancaria europea (*European Banking Authority*), l'Autorità europea di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*) e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority*) costituiscono, insieme alle autorità nazionali di vigilanza degli Stati membri, il pilastro micro prudenziale della vigilanza sui mercati finanziari dell'UE. Mentre la sorveglianza corrente degli istituti finanziari resta appannaggio delle autorità nazionali di vigilanza, la missione delle Autorità europee di vigilanza è sviluppare e far applicare all'interno dell'UE un dispositivo normativo comune e prassi prudenziali convergenti. In particolare spetta alle Autorità europee di vigilanza fornire consulenza agli organi dell'UE nell'iter legislativo, sviluppare standard normativi e coordinare le autorità nazionali di vigilanza. Ad esse si affianca il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) responsabile della vigilanza macro-prudenziale sui mercati finanziari, che elabora segnalazioni e raccomandazioni per le misure di limitazione dei rischi e vigila sulla loro attuazione. Il CERS, tuttavia, fa parte della Banca centrale europea come organismo privo di personalità giuridica.

di portafogli individuali; v) consulenza in materia assicurativa e di investimento.

Il Regolamento introduce una definizione armonizzata di “*sustainable investments*” (investimenti sostenibili), intendendo per tali gli investimenti in attività economiche che contribuiscono alla realizzazione di obiettivi ambientali o sociali, o a una combinazione di essi, senza recare danno (“*do not significan tharm*”) agli altri obiettivi ambientali e sociali e adotta pratiche di buon governo societario, con lo scopo ultimo di ridurre le asimmetrie informative in materia di investimenti e rischi sostenibili nella relazione tra intermediario e investitore<sup>99</sup>. Un punto di riferimento per gli investimenti sostenibili è rappresentato dai sei principi noti come PRI (*Principles for responsible investment*), sviluppati da un gruppo internazionale di investitori istituzionali promosso dal Segretario Generale delle Nazioni Unite, i quali riflettono la crescente importanza delle tematiche ESG nelle pratiche di investimento. Più di 1.400 firmatari da oltre 50 paesi, con un patrimonio complessivo pari a 59.000 miliardi di dollari, hanno (a fine 2019) seguito l’iniziativa<sup>100</sup>. Chi aderisce ai PRI si impegna a incorporare le tematiche ESG nell’analisi e nei processi di investimento, nelle proprie politiche e pratiche aziendali, a

---

<sup>99</sup> Le Nazioni Unite hanno definito l’investimento sostenibile, in occasione del lancio dei Principi per l’investimento responsabile (UNPRI) nel 2005, l’investimento responsabile “[...] *un approccio all’investimento che mira a integrare i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nelle decisioni d’investimento, per gestire meglio il rischio e generare rendimenti sostenibili a lungo termine*” (vedi: <https://www.unpri.org/pri/what-is-responsible-investment>). In linea generale, nel 2013 dal Gruppo di Lavoro del Forum della Finanza Sostenibile, ha inteso per investimento sostenibile e responsabile quell’investimento che mira a creare valore per l’investitore e per la società nel suo complesso attraverso però una strategia di investimento orientata al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l’analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo.

<sup>100</sup> Vedi: *Principles for responsible investment*, cfr. [www.unpri.org](http://www.unpri.org).

ricercare trasparenza su questi fattori nelle controparti, a promuovere la responsabilità sociale nell'industria, a cooperare per raggiungere questi scopi e a documentare le attività e i progressi realizzati. Per tali tipologie di prodotti finanziari<sup>101</sup> vengono previsti specifici obblighi informativi relativi a come viene perseguito il contributo agli obiettivi di sostenibilità e alla coerenza del *benchmark* eventualmente utilizzato con le caratteristiche perseguite dall'investimento. In linea generale gli obblighi informativi sono distinguibili in cinque categorie: (i) informativa relativa alle *policies* adottate a livello di entità (*financial market participants* e *financial advisers*); (ii) informativa precontrattuale; (iii) informativa da pubblicare sul sito internet; (iv) informativa periodica e (v) informativa veicolata per il tramite delle comunicazioni di marketing. Per ciascuna categoria di obblighi informativi, il Regolamento *disclosure* attribuisce alle ESAs il compito di sviluppare, per il tramite del Comitato congiunto, progetti di standard tecnici.

Nel mese di maggio 2019, il Comitato congiunto delle ESAs ha istituito, nell'ambito dello *Standing Committee Consumer Protection and Financial Innovation* (JC-CPFI), un sottogruppo di lavoro avente il mandato di sviluppare i *drafts* di standard tecnici e ha incaricato l'ESMA di coordinarne i lavori. In relazione a ciascuna categoria di obblighi informativi previsti dal Regolamento<sup>102</sup>, le ESAs hanno il compito di sviluppare, per il tramite del Comitato

---

<sup>101</sup> Ricordiamo che la categoria dei *financial products* include: i fondi UCITS e AIF, gli IBIP, i prodotti pensionistici e gli schemi pensionistici, il servizio di gestione di portafoglio e i PEPP.

<sup>102</sup> Ovvero, informativa relativa alle *policies* dell'intermediario; informativa precontrattuale; informativa da pubblicare sul sito internet dell'intermediario; informativa periodica e informativa veicolata per il tramite delle comunicazioni di marketing.



congiunto, progetti di standard tecnici, per un totale di n. 6 standard tecnici di regolamentazione (ovvero, in breve RTS) obbligatori e n. 1 standard tecnico di implementazione (ovvero, in breve ITS) opzionale.

I RTS obbligatori riguardano:

- a) il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni che i *Financial Market Participants* (di seguito anche FMPs) e le *Financial Authorities* (di seguito anche FAs) devono pubblicare sul proprio sito internet, con riguardo ai principali impatti negativi delle decisioni, ovvero, raccomandazioni di investimento sui fattori di sostenibilità, c.d. *adverse impact reporting*;
- b) le informazioni che i FMPs devono includere nella documentazione precontrattuale prevista dalla normativa di settore per illustrare:
  - come i prodotti con caratteristiche ambientali e/o sociali soddisfano tali caratteristiche e, nel caso in cui sia stato identificato un *benchmark*, se e come tale indice risulti coerente con le caratteristiche di sostenibilità del prodotto, nonché dove può essere reperita la metodologia per il calcolo di tale *benchmark*;
  - come i prodotti che hanno come obiettivo investimenti sostenibili soddisfino tali obiettivi o, nel caso in cui sia stato designato un indice di riferimento, come l'indice designato sia allineato a tali obiettivi e se, e come, detto indice differisca da un "*broad market index*", nonché dove può essere reperita la metodologia per il calcolo dell'indice;
- c) il contenuto e la presentazione delle informazioni da pubblicare sui siti web da parte dei FMPs in merito alle caratteristiche ambientali o sociali e agli obiettivi di investimento sostenibile dei prodotti e alla

metodologia di valutazione, misurazione e monitoraggio utilizzata;

- d) le informazioni da fornire da parte dei FMPs nell'ambito dell'informativa periodica prescritta dalla normativa di settore sul grado di raggiungimento delle caratteristiche ambientali o sociali dei prodotti aventi tali caratteristiche o, per i prodotti aventi come obiettivo investimenti sostenibili, sulla valutazione dell'impatto sulla sostenibilità globale nonché, ove sia stato designato un *benchmark*, sul confronto di tale impatto con l'indice designato e con un "*broad market index*".

Lo *standard* tecnico facoltativo (ITS) riguarda lo standard di presentazione delle informazioni sulla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli investimenti sostenibili nelle comunicazioni di marketing a opera di FMPs e di FAs. Gli *standards* tecnici di regolamentazione (in breve RTS) dovrebbero essere prodotti secondo la seguente tempistica: (i) entro 12 mesi (dall'entrata in vigore del Regolamento) per RTS su *adverse impact on environmental aspects*, RTS su *precontractual disclosure*, RTS su *precontractual disclosure*, RTS su *website disclosure*, RTS su *periodic disclosure*; (ii) entro 24 mesi (dall'entrata in vigore del Regolamento) per RTS su *adverse impact on social aspects*. Dunque, cinque dei sei RTS obbligatori devono essere presentati alla Commissione entro 12 mesi dall'entrata in vigore del Regolamento e uno solo entro 24 mesi dall'entrata in vigore dello stesso, ovvero, quello sulla dichiarazione delle *due diligence policies* relative ai principali impatti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità in materia sociale e dei dipendenti, il rispetto dei diritti umani, anticorruzione e concussione. Gli RTS sono sottoposti all'*endorsement*

della Commissione europea ed entrano in vigore in assenza di obiezioni da parte di Parlamento europeo e Consiglio.

Le discussioni in seno allo *Standing Committee Consumer Protection and Financial Innovation* (JC-CPFI) hanno riguardato, in particolare, il tema della distinzione dei prodotti finanziari tra quelli che presentano, tra l'altro, la caratteristica di promuovere l'impatto ambientale e/o sociale e di favorire che le società di riferimento seguano pratiche buon governo societario (prodotti con caratteristiche di sostenibilità) e quei prodotti che hanno l'obiettivo dell'"investimento sostenibile" - ossia che investono in attività economiche che contribuiscono alla realizzazione di obiettivi ambientali o sociali, oppure a una combinazione di essi, senza recare danno agli altri obiettivi ambientali e sociali - e poggiano su pratiche di buon governo societario (prodotti con obiettivo di sostenibilità), nonché il tema dei MOPs (prodotti finanziario-assicurativi) per cui si è discusso sulla opportunità di prevedere obblighi informativi pre-contrattuali relativamente alle singole operazioni d'investimento, ovvero, anche con riguardo al prodotto in sé, e in ordine alla *Adverse sustainability impacts*. In particolare, si è previsto che le informazioni sulla considerazione dei principali effetti negativi connessi alle decisioni d'investimento (ovvero, raccomandazioni) sui fattori di sostenibilità<sup>103</sup> debbano essere rappresentate in

---

<sup>103</sup> Al fine di identificare e valutare gli *adverse sustainability impacts*, attuali e potenziali, è inclusa una lista minima di indicatori obbligatori (elencati nell'Annex I dei draft RTS) e una lista aggiuntiva di indicatori da utilizzarsi in via facoltativa (indicati sempre nell'Annex I del draft RTS) e le relative metodologie. Gli indicatori facoltativi sui fattori ambientali e sociali sono anch'essi di tipo quantitativo/qualitativo e sono stati individuati con il contributo del Joint Research Center della Commissione europea e con l'EEA (*European Environment Agency*). Laddove le informazioni relative a uno qualsiasi degli indicatori non siano prontamente disponibili i *financial market participants* dovranno fare del loro meglio (*best effort basis*) per acquisirle e,

una sezione apposita del sito internet del *financial market participant*, o del *financial adviser*, denominata “*Adverse sustainability impacts statement*”<sup>104</sup>.

---

in caso di impossibilità, dovranno valutare gli impatti avversi sulla base di ragionevoli assunzioni da illustrarsi nello *statement*.

<sup>104</sup> Lo *statement* (dichiarazione) deve osservare determinati requisiti (conciso e comprensibile, facilmente accessibile, stampabile e gratuito) e deve indicare la data di pubblicazione. Sulla stessa sezione del sito devono essere pubblicati e conservati *gli statements* degli ultimi 10 anni per comparazione. Nello *statement* devono essere fornite informazioni sulle politiche adottate per l’identificazione dei principali effetti negativi, devono essere descritte le azioni intraprese e da intraprendere per ridurre tali impatti (ad es. esercizio del diritto di voto, lettere al management delle aziende in cui si investe, ecc.) illustrandone l’efficacia attraverso ad esempio indicatori.

Ulteriori analisi sono state effettuate in tema di *disclosure* pre-contrattuale, ridimensionata<sup>105</sup> in favore della *disclosure* sul *website* o nel reporting. Ciò risulterebbe motivato dalla necessità, rappresentata da EIOPA, di contenere la lunghezza del KID (*Key Investor Information Document*) nel caso di PEPP (prodotti pensionistici individuali paneuropei) rientranti nelle tipologie di cui all'articolo 8 e 9 del Regolamento Disclosure. Dall'informativa pre-contrattuale risulta in particolare eliminato ogni riferimento alla metodologia utilizzata per implementare la strategia di investimento (tra cui i criteri per la selezione dei settori d'investimento, le fonti dati utilizzate, le eventuali limitazioni della metodologia) e per assicurare l'allineamento con l'eventuale parametro di riferimento utilizzato.

### **3. Regolamento Benchmark (BMR)**

Atteso che, com'è noto, la determinazione del prezzo di molti strumenti finanziari e contratti finanziari dipende dall'accuratezza e dall'integrità degli indici di riferimento (*benchmark*), allo scopo di contribuire al corretto funzionamento del mercato interno e di garantire un elevato livello di protezione dei consumatori e degli investitori, il Regolamento Benchmark (di seguito anche "il

---

<sup>105</sup> In una prima bozza circolata, si ipotizzava di fornire le informazioni relative alle caratteristiche ESG del prodotto, alla strategia d'investimento prescelta e ai dati ed alla metodologia utilizzata per implementare tale strategia (con un elevato livello di dettaglio informativo). Inoltre, la *disclosure* veniva sviluppata differenziando tra informazioni relative ai prodotti con caratteristiche ESG e informazioni relative a prodotti con obiettivo ESG, anche con riferimento all'indice designato quale benchmark di riferimento. La modalità di rappresentazione delle informazioni suddette era sviluppata in appositi *templates* allegati al draft di RTS.

Regolamento”) ha dettato norme armonizzate per gli indici usati come parametri di riferimento finanziari nell’Unione europea. Il 29 giugno 2016 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea il Regolamento Benchmark<sup>106</sup>. Esso si applica alla fornitura degli indici di riferimento, alla contribuzione di dati per gli indici di riferimento e all’uso degli indici di riferimento nell’Unione Europea. In particolare, introduce un regime di autorizzazione e vigilanza degli amministratori di *benchmark* - con la relativa previsione di specifici requisiti organizzativi, operativi e di *governance* - e definisce requisiti specifici per le altre entità vigilate che contribuiscono ai dati di *input* per il calcolo dei *benchmark* o che ne fanno uso nell’ambito di strumenti finanziari, contratti finanziari e fondi di investimento. Il regolamento introduce, inoltre, misure di rafforzamento dell’oggettività, integrità e accuratezza dei *benchmark* e specifici presidi di trasparenza.

Peraltro, la Commissione europea, in data 24 maggio 2018, ha pubblicato una “Proposta” di modifica del citato Regolamento introducendo, tra l’altro, la previsione di due nuove categorie di indici di riferimento che tengono conto

---

<sup>106</sup> Regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento europeo e del Consiglio, dell’8 giugno 2016, sugli indici usati come *benchmark* in strumenti finanziari e contratti finanziari o per misurare la performance dei fondi di investimento. Con il D.Lgs. 13 febbraio 2019, n. 19 sono state emanate le norme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2016/1011, sugli indici usati come parametri di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento e recante modifica delle direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE e del regolamento (UE) n. 596/2014, nonché di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2015/2365, sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012. Pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 61 del 13 marzo 2019. <sup>25</sup> *Proposal for a Regulation amending Regulation (EU) 2016/1011 on low carbon benchmarks and positive carbon impact benchmarks*, COM (2018) 355, del 24 maggio 2018. V. nota al TIAN del 12 aprile 2019.

di alcuni aspetti di sostenibilità ambientale: EU *Climate Transition Benchmarks* (EU CTBs) e EU *Paris-aligned Benchmarks* (EU PABs)<sup>25</sup>. La Proposta, ormai definitiva, ha concluso la fase di Trilogo in data 25 febbraio 2019, mentre il testo finale di compromesso è stato approvato dal COREPER in data 13 marzo 2019. Le modifiche concernono i requisiti minimi per gli indici le cui attività sottostanti seguono una traiettoria di de-carbonizzazione (EU CTBs) o siano allineate agli obiettivi dell'accordo di Parigi adottato nell'ambito della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (EU PABs). Il Regolamento stabilisce, inoltre, alcuni requisiti informativi a carico di tutti i gestori di *benchmark* (esclusi quelli su tassi di interesse e valute) relativi alla sostenibilità delle attività incluse negli indici i quali sono funzionali anche agli obblighi di trasparenza derivanti dal regolamento *disclosure*<sup>107</sup>. Il Regolamento entrerà in vigore il giorno successivo a quello di pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione e sarà applicabile dal 30 aprile 2020.

Peraltro, il Regolamento delega alla Commissione europea il potere di adottare atti delegati su *benchmarks e benchmark ESG disclosure*, al fine di precisare, tra le altre cose, il contenuto minimo degli obblighi di comunicazione cui gli amministratori dovrebbero essere soggetti e per

---

<sup>107</sup> Il Regolamento Benchmark viene modificato al fine di introdurre: 1) ulteriori obblighi informativi relativi a tutti i *benchmark* (esclusi quelli su tassi di interesse e valute) per i profili di sostenibilità); 2) un quadro normativo che stabilisca requisiti minimi per gli indici di riferimento UE di transizione climatica (definendosi tali quelli le cui attività sottostanti sono selezionate, ponderate o escluse in modo che il portafoglio cui l'indice si riferisce segua una traiettoria di de-carbonizzazione) e gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi a livello dell'Unione (definendosi tali quelli nei quali: a) le attività sottostanti sono selezionate, ponderate o escluse in modo che le emissioni del portafoglio cui l'indice si riferisce siano allineate agli obiettivi dell'accordo di Parigi adottato nell'ambito della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici; b) le attività collegate alle attività sottostanti non danneggiano significativamente altri obiettivi ESG).

specificare le norme minime per l'armonizzazione della metodologia degli indici di riferimento UE di transizione climatica e degli indici di riferimento UE allineati con l'accordo Parigi<sup>108</sup>.

Il *Technical Expert Group on Sustainable Finance* (TEG)<sup>109</sup> a giugno 2019, in linea pertanto con quanto previsto nel Regolamento, ha presentato un *interim report*, a cui ha fatto seguito un *Final Report* del 30 settembre 2019 avente a oggetto il *technical advice* che sarà utilizzato dalla Commissione come base per gli atti delegati del regolamento stesso.

Nel parere tecnico, il TEG raccomanda (i) requisiti tecnici minimi per le metodologie concernenti le due nuove tipologie di *benchmark*, con l'obiettivo di mitigare il rischio di *greenwashing*, e (ii) requisiti di *disclosure* sui fattori ESG per tutti gli indici (esclusi, come detto, quelli su tassi di

---

<sup>108</sup> Il potere di adottare gli atti delegati è conferito alla Commissione per un periodo di cinque anni a decorrere dalla data di entrata in vigore del Regolamento Benchmark.

<sup>109</sup> Il *Technical Expert Group on Sustainable Finance* (TEG) è un gruppo di 35 esperti in materia di finanza sostenibile, costituito dalla Commissione europea. La sua funzione è quella di supportare la Commissione ad attuare l'*Action Plan* approvato a maggio 2018, attraverso studi approfonditi su: tassonomia SRI, ovvero un sistema unico di classificazione delle attività economiche che possono essere definite "sostenibili" (con priorità ai temi della mitigazione e dell'adattamento al cambiamento climatico); miglioramento delle linee guida sulla rendicontazione delle attività legate al cambiamento climatico da parte di banche, compagnie assicuratrici e altre imprese di grandi dimensioni; criteri comuni per la costruzione di *benchmark low-carbon* e *positive-carbon impact*, ossia di parametri di riferimento affidabili per ridurre il rischio di *greenwashing* e aumentare la trasparenza del mercato; *Green Bond Standard*, una certificazione di qualità europea per le obbligazioni verdi. Il TEG ha iniziato i suoi lavori nel luglio 2018. Il mandato dei sottogruppi relativi a tassonomia SRI, *benchmark* e *Green Bond Standard*, la cui conclusione dei lavori era prevista a giugno 2019, è stato ufficialmente esteso fino alla fine del 2019. I membri del TEG provengono dalla società civile, dal mondo accademico e finanziario, nonché da organismi pubblici europei e internazionali. Il TEG lavora attraverso sessioni plenarie e riunioni dei sottogruppi che sono stati costituiti per ciascuno dei quattro temi di studio.



interesse e valute) allo scopo di rafforzare la trasparenza e comparabilità delle informazioni tra i *benchmark*. Nel dettaglio, il Report del TEG prevede che debbano essere soddisfatti stringenti requisiti affinché un indice di riferimento si possa qualificare come indice europeo di clima, ovvero, EU *Climate Transition Benchmark* (EU CTB) and EU *Paris-aligned Benchmark* (EU PAB)<sup>110</sup>. Infatti, i *ben-*

---

<sup>110</sup> Vedi: [https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group_en)

*chmarks* relativi al clima devono dimostrare una riduzione significativa dell'intensità complessiva delle emissioni di Gas a effetto serra rispetto ai loro universi di investimento. Tale valutazione deve integrare gradualmente le emissioni dell'ambito di un periodo di quattro anni per i settori in cui l'impatto sui cambiamenti climatici è significativo ma situato al di fuori dei confini operativi diretti (quali petrolio e gas e trasporti). Questa relativa de-carbonizzazione minima è fissata al 30% per gli EU CTBs e al 50% per gli EU PABs.

Peraltro, i *benchmarks* relativi al clima devono essere sufficientemente esposti ai settori rilevanti per la lotta ai cambiamenti climatici, in altre parole, la de-carbonizzazione<sup>111</sup> non può avvenire attraverso uno spostamento nell'allocazione da settori ad alto potenziale impatto sui cambiamenti climatici (ad esempio energia, trasporti, produzione) a settori con impatto intrinsecamente limitato (ad esempio assistenza sanitaria, media). L'esposizione a "settori ad alto impatto" deve pertanto essere almeno l'esposizione dell'universo di investimenti sottostante. Infine, i *benchmarks* relativi al clima devono dimostrare la loro capacità di ridurre la propria intensità di emissioni di gas a effetto serra su base annua. Questo tasso minimo di "auto-decarbonizzazione" è stato fissato in

---

<sup>111</sup> Nel dettaglio, le principali statistiche indicano che le emissioni fossili di CO<sub>2</sub> mondiale nel 2018 hanno toccato 37,1 gigatoni (quindi 37,1 miliardi di tonnellate di anidride carbonica). L'incremento, rispetto al 1990 è del 63%. Nel 2017 i 6 maggiori produttori di CO<sub>2</sub> (Cina, Usa, Unione Europea, India, Russia e Giappone) hanno emesso il 68% dell'anidride carbonica fossile globale. Tuttavia, tutti eccetto gli Usa (-0,8%) rispetto al 2016 hanno accresciuto le emissioni: India (+3,5%), Unione Europea e Russia (+ 1,1 %), Cina (+ 0,9%) e Giappone (+ 0,1%). La Cina ha prodotto 9,8 miliardi di tonnellate, USA 5,3, EU28 3,5 mentre l'India 2,5. Insieme costituiscono il 58% delle emissioni globali di CO<sub>2</sub>. Le emissioni di CO<sub>2</sub> in Europa sono diminuite del 19,5% rispetto al 1990 e del 16,5% rispetto al 2005. Le emissioni globali di CO<sub>2</sub> del 2017 dipendono: per il 40% dal carbone, per il 35% dal petrolio, per il 20% dal gas, per il 4% dal cemento e per l'1% da altre forme di combustione.

conformità con la traiettoria globale di de-carbonizzazione implicita nello scenario dell'IPCC: 1,5°C (senza o con superamento limitato).

Inoltre, la percentuale di riduzione dell'intensità di Gas a effetto serra deve essere pari al 7% in media all'anno. Gli EU CTBs e gli EU PABs dovrebbero escludere le società coinvolte in armi (vendita, produzione, ecc.), le società che hanno operato in violazioni delle norme globali (ovvero il "UN Global Compact principles" e Linee Guida OCSE) o che sono state coinvolte in controversie derivanti da danni significativi di almeno uno dei sei obiettivi ambientali nonché le società che: 1. derivano l'1% o più delle loro entrate dalle attività di esplorazione o lavorazione del carbone; 2. derivano il 10% o più dei loro ricavi dalle attività di esplorazione o lavorazione del petrolio; 3. derivano il 50% o più dei loro ricavi dalle attività di esplorazione o lavorazione del gas naturale; 4. derivano il 50% o più dei loro ricavi dalla produzione di elettricità con un Gas a effetto serra del ciclo di vita intensità superiore a 100 gCO<sub>2</sub>e/kWh; inoltre, il rapporto definito del "coefficiente di azioni da verde a marrone" deve essere almeno uguale per gli EU CTBs e moltiplicato almeno per almeno 4 per gli EU PABs.

Il Regolamento benchmark prescrive, altresì, i criteri per quanto riguarda la trasparenza della metodologia e il Benchmark statement<sup>31</sup>. I nuovi requisiti di informativa si applicano a una vasta gamma di indici disponibili sul mercato e in relazione alle diverse classi di attività sottostanti. Il TEG propone di stabilire requisiti di informativa basati su come il mercato attualmente comprende che i fattori ESG e le considerazioni relative al clima possono essere integrate nella valutazione delle attività tra le varie classi di attività.

Conseguentemente, le raccomandazioni sulle informazioni minime per il documento relativo alla metodologia e le specifiche per il benchmark statement vanno adattate in base alla validità dei dati relativi ai fattori ESG e alle considerazioni per una determinata classe di attività e, di conseguenza, gli indicatori sono proposti per classe di attività. Vengono descritti i modelli di divulgazione ESG, nonché le specifiche per la pubblicazione delle informazioni ESG.

---

<sup>31</sup> Vedi: Article 13 BMR Transparency of methodology and Article 27 BMR Benchmark statement.

#### **4. Il Regolamento di Tassonomia**

Il sistema di classificazione (tassonomia) costituisce, nelle intenzioni del Consiglio, lo strumento per dare a imprese e investitori una definizione chiara e univoca delle attività economiche che possono essere considerate ecosostenibili, intendendo in particolare ridurre la frammentazione derivante da iniziative diffuse sul mercato da prassi nazionali e il *greenwashing*, ossia la pratica di commercializzare prodotti finanziari come “verdi” o “sostenibili” ma che, in realtà, non soddisfano gli standard ambientali di base<sup>112</sup>. Il Regolamento tassonomia, dunque,

---

<sup>112</sup> L'emissione di prodotti di finanza etica nel senso più ampio è presente da anni nel panorama finanziario, non solo europeo. In tale contesto segnaliamo le “obbligazioni verdi”, o *Green Bond*, strumenti finanziari relativamente nuovi, ma che hanno conosciuto un tasso di crescita straordinario dal 2007 a oggi. Sono obbligazioni come tutte le altre, la cui emissione è legata a progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente, come l'efficienza energetica, la produzione di energia da fonti pulite, l'uso sostenibile dei terreni ecc. L'emissione dei *Green Bonds* si aggiunge a quella dei *Social Bonds* e dei *Sustainable Bonds*. I *Social Bonds* rappresentano un prestito obbligazionario finalizzato al sostegno di iniziative di elevato interesse sociale e permettono di coniugare, nelle scelte di investimento, obiettivi economici individuali (ottenere un'adeguata remunerazione dell'investimento) con quelli valoriali di interesse generale (favorire la realizzazione di iniziative che creano valore per la società).

mira a circoscrivere il quadro giuridico di riferimento necessario all'instaurazione di criteri uniformi per determinare la sostenibilità ambientale di un'attività economica, al fine di individuare il grado di sostenibilità di un investimento; esso si applica alle misure adottate dagli Stati membri o dall'Unione che stabiliscono obblighi per gli operatori del mercato rispetto a prodotti finanziari o obbligazioni societarie commercializzate come ecosostenibili, nonché ai partecipanti ai mercati finanziari che offrono prodotti finanziari definiti come investimenti ecosostenibili.

In particolare, per essere considerate ecosostenibili le attività economiche dovranno contribuire in modo sostanziale al raggiungimento di almeno uno dei seguenti sei obiettivi ambientali, ovvero, mitigazione e adattamenti ai cambiamenti climatici; uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine; transizione a un'economia circolare; prevenzione e controllo dell'inquinamento; protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi. Inoltre, dovranno non arrecare un danno significativo a nessuno dei sopra indicati obiettivi ambientali, essere svolte nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia sul piano sociale e della *governance*, essere conformi ai criteri di vaglio tecnico (stabiliti dalla Commissione con atti delegati per ciascun obiettivo ambientale)<sup>113</sup>. A settembre 2019, le

---

Attraverso i *Sustainable Bonds*, invece, viene offerta agli investitori l'opportunità di accostare i loro obiettivi finanziari con quelli di sostenibilità sociale e ambientale, per sostenere progetti sostenibili nei paesi membri beneficiari. Questi progetti sono finalizzati alla riduzione della povertà e allo sviluppo di diversi settori quali, ad esempio, istruzione, sanità, agricoltura e infrastrutture.

<sup>113</sup> Vedi: *Technical Expert Group on Sustainable Finance - Taxonomy pack for feedback and workshops invitations, December 2019* “[...] An EU taxonomy would fill these gaps, as it would inter alia: • create a uniform and harmonized classification system, which determines the activities that can be regarded as environmentally sustainable for investment purposes across the EU; • address

Istituzioni europee hanno avviato i lavori del Trilogo sulla proposta di Regolamento Tassonomia, sulla base del *general approach* raggiunto dal Consiglio in data 24 settembre 2019 e conformemente alla risoluzione del Parlamento Europeo del 28 marzo 2019.

## **5. Gli atti delegati: MIFID, AIFMD, IDD e UCITS**

La Commissione europea, nel complesso delle iniziative legislative per la finanza sostenibile poste in consultazione nel maggio 2018, ha incluso anche la bozza di un Regolamento recante modifiche al Regolamento delegato (UE) 2017/565 di attuazione della MiFID II - *Markets In Financial Instruments Directive* - e al Regolamento delegato (UE) 2017/2359 di attuazione della Direttiva 2016/97 IDD - *Insurance Distribution Directive*.

Le proposte di modifica Regolamento delegato di attuazione della MiFID II, pubblicate a gennaio 2019, sono volte a integrare la finanza sostenibile nella prestazione dei servizi d'investimento. In particolare, sono oggetto di revisione le seguenti aree: misure organizzative, inclusi i presidi di *risk management* e di gestione dei conflitti d'interesse; informativa alla clientela (per es. sulla natura e i rischi degli strumenti finanziari); valutazione di

---

*and avoid further market fragmentation and barriers to cross-border capital flows as currently some Member States apply different taxonomies; • provide all market participants and consumers with a common understanding and a common language of which economic activities can unambiguously be considered environmentally sustainable/green; • provide appropriate signals and more certainty to economic actors by creating a common understanding and single system of classification while avoiding market fragmentation • protect private investors by avoiding risks of green-washing (i.e. preventing that marketing is used to promote the perception that an organization's products, aims or policies are environmentally-friendly when they are in fact not); • provide the basis for further policy action in the area of sustainable finance, including standards, labels, and any potential changes to prudential rules".*

[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/bankingand\\_finance/documents/sustainable-finance-taxonomy-feedback-and-workshops\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/bankingand_finance/documents/sustainable-finance-taxonomy-feedback-and-workshops_en.pdf)

adeguatezza. Con riferimento all’informativa alla clientela, vengono prospettate modifiche: i) alla *disclosure* in merito alla natura e ai rischi degli strumenti finanziari che dovrà tenere conto anche di eventuali considerazioni di tipo ESG; ii) all’informativa sul servizio di gestione individuale con riguardo alla tipologia di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente, che dovrà basarsi anche sulle preferenze del medesimo in tema di sostenibilità; iii) all’informativa da fornire nel servizio di consulenza in merito alla descrizione dei fattori da considerare nel processo di selezione degli strumenti finanziari da raccomandare, che dovrà valorizzare anche fattori di tipo ESG. Invece, circa la valutazione di adeguatezza, le proposte di modifica sono incentrate sui seguenti profili: i) nella fase di acquisizione e valutazione delle informazioni relative agli obiettivi di investimento del cliente, dovranno essere valorizzate eventuali preferenze di tipo ESG, in aggiunta agli aspetti di natura finanziaria già considerati; ii) nell’ambito dei processi e delle procedure volti ad assicurare un’idonea conoscenza dei prodotti che s’intendono raccomandare, dovranno essere incluse eventuali considerazioni di tipo ESG; iii) nel *suitability report* destinato ai clienti al dettaglio dovrà essere fornita evidenza dell’adeguatezza della raccomandazione fornita anche in ragione delle eventuali preferenze ESG del cliente.

In parallelo, la Commissione europea ha chiesto all’ESMA di fornire un parere tecnico in ordine all’individuazione di ulteriori possibili modifiche da apportare alle disposizioni di attuazione di MiFID II sui servizi d’investimento, nonché alle disposizioni di attuazione delle direttive UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) ex Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo del 13

gennaio 2009<sup>114</sup> e AIFMD (*Alternative Investment Fund Managers Directive*) ex Direttiva 2011/61/EU del Parlamento e del Consiglio europeo dell'8 giugno 2011 al fine di addivenire a una compiuta integrazione dei profili di sostenibilità degli investimenti all'interno della vigente disciplina sui servizi finanziari.

Conseguentemente, il 30 aprile 2019 l'ESMA ha inviato alla Commissione Europea il suo *advice* tecnico ESMA3543-1737 su MiFID II<sup>115</sup>, e il documento ESMA34-45-688, relativo al *framework* UCITS e a quello AIFM<sup>116</sup>. In dettaglio, nel *Technical advice* relativo ai servizi di investimento (MiFID II), l'ESMA ha prospettato interventi con riferimento alle misure organizzative, inclusi i presidi di *risk management* e di gestione dei conflitti d'interesse, nonché alla disciplina della *product governance*. Peraltro, sono stati proposti interventi e modifiche anche con riferimento al servizio di consulenza e gestione. In merito, le proposte di dell'ESMA sulla direttiva attengono la modifica dell'art. 21 “Requisiti organizzativi generali”, con l'aggiunta degli elementi ESG nei processi aziendali (ad esempio, *training dello staff*) e la modifica dell'art. 23 “Risk management”, con integrazione del *sustainability risk* nelle *policy* e, quindi, nei processi di *risk management*, introducendo controlli da parte della *compliance* e dell'*internal audit*.

---

<sup>114</sup> Direttiva Delegata (Ue) 2017/593 della Commissione del 7 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di *governance* dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari.

<sup>115</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43--737\\_final\\_report\\_on\\_integrating\\_sustainability\\_risks\\_and\\_factors\\_in\\_the\\_mifid\\_ii.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43--737_final_report_on_integrating_sustainability_risks_and_factors_in_the_mifid_ii.pdf)

<sup>116</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-45-688\\_final\\_report\\_on\\_integrating\\_sustainability\\_risks\\_and\\_factors\\_in\\_the\\_ucit\\_s\\_directive\\_and\\_the\\_aifmd.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-45-688_final_report_on_integrating_sustainability_risks_and_factors_in_the_ucit_s_directive_and_the_aifmd.pdf)



Quanto alla questione dei “conflitti d’interesse”, la proposta ESMA si sostanzia in un nuovo “Considerando” con esempi pratici, nonché, nel principio che la distribuzione di prodotti sostenibili potrebbe essere fonte di nuovi conflitti e, pertanto, essi vanno individuati e gestiti. Inoltre, le proposte di modifiche sul Regolamento delegato si focalizzano, in primo luogo, sui requisiti per produttori e distributori di prodotti finanziari, con integrazione dei fattori ESG; nel dettaglio, sull’art. 9 “Requisiti per i produttori”, con la previsione dell’obbligo di considerare elementi ESG nella definizione del mercato di riferimento dei prodotti (ove, naturalmente, ciò fosse rilevante) e nella considerazione degli elementi ESG anche nella *review* periodica dei prodotti; modifiche speculari a quelle suggerite per i produttori sono previste per i distributori, ex art. 10 reg. del. “Requisiti per i distributori”.

Con riferimento, invece, al servizio di consulenza e gestione, le modifiche proposte riguardano, in particolare, la “Raccolta d’informazioni”, ex art. 54 Reg. Del., ossia l’obbligo di raccogliere informazioni dai clienti in merito alle loro preferenze in materie ambientali, sociali e di *governance*, e le “Caratteristiche degli strumenti”, ex art. 54 Reg. Del., nonché l’obbligo di considerare le caratteristiche ESG dei prodotti oggetto di consulenza in materia d’investimento e/o gestione di portafoglio (oltre a costo, rischi e complessità).

Nel *Technical advice* relativo al risparmio gestito (atti delegati delle direttive UCITS e AIFM) sono state evidenziate proposte di modifica concernenti la disciplina in materia di misure organizzative, condizioni di esercizio dell’attività e al *risk management*. Il 30 aprile 2019, EIOPA ha pubblicato un *Technical advice* riguardante l’integrazione della finanza sostenibile nelle discipline IDD (a integrazione della predetta proposta di regolamento delegato della Commissione europea) e Solvency II

(EIOPA-BoS-19/172, *Integration of sustainability risks and factors in the delegated acts under Solvency II and IDD*) per tener conto dei fattori e dei rischi ESG nell'ambito dell'attività di strutturazione dei prodotti assicurativi e dell'attività distributiva<sup>117</sup>.

Per quanto concerne la IDD, le modifiche proposte dall'EIOPA riguardanti la disciplina dei conflitti di interesse si sostanziano nell'introduzione di un nuovo considerando nel Regolamento delegato (UE) 2017/2359, che richiede alle imprese di assicurazione e ai distributori di IBIP (ovvero, *Insurance based investment products*)<sup>118</sup> di tenere in considerazione anche dei conflitti derivanti dalla considerazione dei fattori ESG nell'identificazione e gestione dei conflitti di interesse; inoltre, anche l'art. 3, par. 1, del medesimo Regolamento delegato, verrebbe integrato con la previsione per cui gli obiettivi ESG dei clienti, ove rilevanti, debbano essere inclusi tra i fattori da considerare

---

<sup>117</sup> La bozza di regolamento di modifica del regolamento delegato (UE) 2359/2017 è finalizzata a integrare le norme concernenti le valutazioni di adeguatezza dei prodotti oggetto di distribuzione prendendo in considerazione anche le eventuali preferenze della clientela in materia ESG. Il *Technical Advice* dell'EIOPA è invece volto a individuare il contenuto di un regolamento delegato di modifica agli atti delegati delle direttive Solvency II e IDD, nell'ottica di includere la finanza sostenibile nelle disposizioni concernenti i conflitti di interesse e la *product governance*.

<sup>118</sup> La IDD definisce IBIP un prodotto assicurativo che presenta una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato, e non include: i prodotti assicurativi non vita elencati all'allegato I della direttiva 2009/138/CE (Rami dell'assicurazione non vita); i contratti assicurativi vita, qualora le prestazioni previste dal contratto siano dovute soltanto in caso di decesso o per incapacità dovuta a lesione, malattia o disabilità; i prodotti pensionistici che, ai sensi del diritto nazionale, sono riconosciuti come aventi lo scopo precipuo di offrire all'investitore un reddito durante la pensione e che consentono all'investitore di godere di determinati vantaggi; i regimi pensionistici aziendali o professionali ufficialmente riconosciuti che rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva 2003/41/CE o della direttiva 2009/138/CE; i singoli prodotti pensionistici per i quali il diritto nazionale richiede un contributo finanziario del

nell'identificazione dei tipi di conflitti di interessi che possono insorgere nell'ambito dell'attività. L'ESG sono divenute *drive* per la distribuzione di prodotti e di servizi di investimento, in particolare i risparmiatori di tipo *retail* stanno mostrando attenzione ai profili di “sostenibilità” nella scelta dei propri investimenti<sup>39</sup>. A riprova si evidenzia il moltiplicarsi di campagne pubblicitarie indirizzate alla clientela interessata ai c.d. investimenti sostenibili<sup>119</sup>.

datore di lavoro e nei quali il lavoratore o il datore di lavoro non può scegliere il fornitore o il prodotto pensionistico.

<sup>39</sup> L'Osservatorio sullo stile di vita sostenibile realizzato da LifeGate in collaborazione con Eumetra MR, mostra che in Italia sono quasi 38 milioni gli individui interessati ai temi ESG - ovvero il 74% della popolazione - che significa quasi 10 milioni in più rispetto al 2017. I dati resi noti nel corso dell'evento di NN Investment Partners, confermano questa tendenza anche nel campo degli investimenti. L'8% degli intervistati, pari a circa 4 milioni di italiani (con un trend incrementale del +2% rispetto al 2017) è infatti a conoscenza dell'esistenza di soluzioni pro sostenibilità ambientale e sociale. Di questi, il 2% ha già investito parte dei propri risparmi in fondi d'investimento sostenibili (pari a circa 1 milione di italiani), il restante 6% invece non ha ancora deciso se scegliere questa tipologia di prodotti. Il 24%, ne ha sentito parlare ma non sa esattamente di cosa si tratta e il 68% non ne ha, invece, mai sentito parlare. Relativamente alla propensione alla scelta di differenti opportunità di investimento, a parità di rendimento il 76% del campione intervistato opterebbe per un investimento sostenibile.

Nelle more della definizione e applicazione delle modifiche legislative, si osserva che, tuttavia, la corposa disciplina vigente contiene talune istruzioni che gli intermediari<sup>41</sup>

---

<sup>119</sup> La “*purposeful communication*” è dal 2019 una tendenza di marketing: secondo i risultati della seconda edizione del monitoraggio “La comunicazione che fa bene. All'ambiente”, un'analisi delle creatività italiane delle aziende che sposano la pubblicità con la responsabilità, sono 173 le marche che hanno abbracciato il tema della sostenibilità ambientale nel II quadrimestre del 2019 (da maggio a settembre 2019), erano 85 nel primo quadrimestre 2018, un'accelerazione pari al +51%. Lo studio condotto da *BeIntelligent* - piattaforma online di EG Media - in collaborazione con *The Easy Way*, ha censito 429 creatività univoche utilizzate nei messaggi pubblicitari da maggio a settembre 2019. La prima evidenza dell'analisi è la sollecitazione a cui viene sottoposto il consu-

devono rispettare nella prestazione dei servizi di investimento, che permettono di garantire una informazione corretta sulle caratteristiche dei prodotti collocati e, quindi sulla natura ESG dei prodotti.

In particolare, nei recenti “Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II”<sup>120</sup>, l’Autorità

mature: poco più di un anno fa erano “solo” 146 le creatività a tema ambientale (contro le attuali 429): un incremento pari al 66%, che significa uno stimolo crescente a considerare i temi ecologici e ad assimilarli alla condotta responsabile delle imprese.

<sup>41</sup> Ex art. 35, comma 1, lett. b) del Regolamento Intermediari n. 20307/2018: Sono da considerarsi intermediari “[...] le SIM, ivi comprese le società di cui all’articolo 60, comma 4, del decreto legislativo n. 415 del 1996, le banche italiane autorizzate alla prestazione di servizi e di attività di investimento, le società di gestione del risparmio autorizzate alla prestazione del servizio di gestione di portafogli, del servizio di consulenza in materia di investimenti e del servizio di ricezione e trasmissione di ordini, le società di gestione UE che prestano in Italia, mediante stabilimento di succursale, il servizio di gestione di portafogli e il servizio di consulenza in materia di investimenti, i GEFIA UE con succursale in Italia, che prestano il servizio di gestione di portafogli, il servizio di consulenza in materia di investimenti e il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, le imprese di investimento e le banche UE con succursale in Italia, nonché le imprese di paesi terzi autorizzate in Italia alla prestazione di servizi e di attività di investimento. Per “intermediari autorizzati” o “intermediari” si intendono, altresì, gli agenti di cambio, gli intermediari finanziari iscritti nell’albo previsto dall’articolo 106 del TUB, la società Poste Italiane - Divisione Servizi di Banco Posta autorizzata ai sensi dell’articolo 2 del decreto del Presidente della Repubblica n. 144 del 14 marzo 2001, limitatamente alla prestazione di servizi e attività di investimento a cui sono autorizzati”. Per inciso, la disciplina in materia di servizi di investimento si applica anche ai consulenti finanziari autonomi di cui all’art. 18-bis del d. lgs. n. 58/1998 e alle società di consulenza finanziaria di cui all’art. 18-ter del medesimo d. lgs. n. 58/1998, ai sensi di quanto previsto dal Regolamento Intermediari, attuativo dell’art. 31, comma 6, del d. lgs. n. 58/1998, come modificato dall’art. 9, comma 1, lett. o) della legge di delegazione europea 2014, n. 114 del 9 luglio 2015, in conformità all’art 3 della MiFID II. Dall’1 dicembre 2018 i poteri di vigilanza su tali soggetti sono in capo all’Organismo dei Consulenti Finanziari, ai sensi dell’art. 13, comma 1-ter, del decreto-legge 16 ottobre 2017, n. 148 c.d. D.L. Fisco (convertito con legge n. 172 del 4 dicembre 2017).

---

<sup>120</sup> [http://www.consob.it/documents/46180/46181/esma35\\_43\\_1163](http://www.consob.it/documents/46180/46181/esma35_43_1163).

europea (ESMA) ha riconosciuto come buona prassi per gli operatori quella di valutare gli elementi non finanziari al momento della raccolta delle informazioni sugli obiettivi di investimento del cliente, acquisendo notizie anche in merito alle preferenze del cliente sui fattori ambientali, sociali e di *governance*. Sempre secondo i citati Orientamenti, tali informazioni dovrebbero essere sufficientemente parcellizzate e coerenti con i criteri adottati per la classificazione dei prodotti sostenibili, e ciò per permettere una compiuta considerazione nell'ambito della valutazione di adeguatezza. Inoltre, negli "Orientamenti sugli obblighi di *governance* dei prodotti ai sensi della MiFID II"<sup>43</sup>, l'ESMA ha indicato al paragrafo 18, lettera e), che, nell'ambito delle "*esigenze ed obiettivi dei clienti*", un determinato prodotto può "*essere concepito con caratteristiche particolari per conseguire obiettivi di investimento specifici quali [...] l'investimento verde, ovvero, l'investimento etico, ecc.*".

Tale indicazione, contenuta nella parte degli Orientamenti dedicata ai produttori, è specificamente richiamata anche per i distributori.

Per altro verso nell'ambito della disciplina sulle informazioni e comunicazioni pubblicitarie e promozionali<sup>44</sup>, rilevano, ai fini di quanto si argomenta, in particolare, i seguenti obblighi degli intermediari:

- di fornire al cliente informazioni che siano corrette, chiare e non fuorvianti, anche nell'ambito delle co-

---

pdf/0594badd-e955-4338-9b41-b3104da0fbf2, per la versione in italiano del 6 novembre 2018 (ESMA35-43-1163 IT). In data 29 novembre 2018, tramite apposito avviso, la Consob ha comunicato di conformarsi agli Orientamenti in parola, integrandoli nelle proprie prassi di vigilanza.

<sup>43</sup>[http://www.consob.it/documents/46180/46181/esma35\\_43\\_620.pdf/c52e9667-eaeb-4276-b2f6-ded69d9e940a](http://www.consob.it/documents/46180/46181/esma35_43_620.pdf/c52e9667-eaeb-4276-b2f6-ded69d9e940a), per la versione in italiano del 5 febbraio 2018 (ESMA35-43-620 IT). In data 22 febbraio, tramite apposito

avviso, la Consob ha comunicato di conformarsi agli Orientamenti in parola, integrandoli nelle proprie prassi di vigilanza.

<sup>44</sup> Cfr. art. 36, del Regolamento Intermediari n. 20307/2018 e gli articoli ivi richiamati del Regolamento Delegato (UE) 2017/565.

munificazioni pubblicitarie e promozionali<sup>121</sup>;

- di assicurare che le informazioni contenute nelle comunicazioni di *marketing* siano in linea con quelle fornite ai clienti nel quadro della prestazione di servizi di investimento e servizi accessori<sup>122</sup>;
- di fornire ai clienti o potenziali clienti, in tempo utile prima di prestare loro i servizi di investimento o servizi accessori, una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari, tenendo conto, in particolare, della classificazione del cliente come cliente al dettaglio, cliente professionale o controparte qualificata<sup>123</sup>.

Per altro verso, nell'ordinamento domestico, trovano altresì applicazione gli ulteriori obblighi informativi e di rendicontazione previsti dagli artt. 136 e 137 del citato Regolamento Intermediari n. 20307/2018, relativi ai prodotti e servizi qualificati come "etici" o "socialmente responsabili". Infine, ai sensi della Delibera Consob n. 17297/2010 gli intermediari devono dare conto delle misure adottate e dei controlli svolti nell'ambito delle comunicazioni periodiche trasmesse alla Consob, e con specifico riferimento alle relazioni sulle modalità di svolgimento dei servizi e delle attività di investimento ("Relazione sulla struttura organizzativa" per SGR e SGA che svolgono servizi di investimento e/o commercializzano OICR propri o di terzi), si rammenta che, oltre alla comunicazione periodica da trasmettere entro il 31 marzo

---

<sup>121</sup> Cfr. art. 36, del Regolamento Intermediari n. 20307/2018.

<sup>122</sup> Cfr. art. 46, comma 5, del Regolamento Delegato (UE) 2017/565.

<sup>123</sup> Cfr. art. 48, comma 1, del Regolamento Delegato (UE) 2017/565.

di ciascun anno, eventuali aggiornamenti rilevanti infra annuali sui processi aziendali devono essere illustrati alla Consob attraverso l'invio di una specifica informativa, c.d. 'ad evento', nei termini previsti dalla citata delibera 17297/2010.

Tutto ciò premesso, tuttavia, non può non evidenziarsi la necessità di un rapido intervento per evitare che, in un contesto di asimmetrie informative e di forte competizione come è quello del mercato finanziario, gli intermediari adottino condotte non allineate alla cura dell'interesse del cliente spacciando per *green* prodotti che in realtà non lo sono (c.d. 'greenwashing').

## **6. Ecolabel Europeo per i prodotti finanziari e *green bond standards*.**

Come già abbiamo avuto modo di rilevare, il Piano di azione della Commissione contempla una specifica condotta volta a definire norme e marchi per i prodotti finanziari sostenibili. La Commissione, infatti, ha ritenuto che la presenza di un marchio dedicato contribuisca a tutelare la fiducia nel mercato finanziario sostenibile e l'integrità dello stesso e possa rivelarsi particolarmente utile per gli investitori *retail* con preferenze di investimento ESG, agevolando l'accesso a tali prodotti. Essa rimarca, altresì, che, al contrario, l'assenza sul mercato di prodotti muniti di un idoneo marchio di identificazione, possa addirittura impedire un impiego diretto di capitali privati verso investimenti di questo tipo.

A tal fine, la Commissione ha annunciato, nel più volte richiamato Piano di azione, di voler utilizzare il *framework* normativo del marchio Ecolabel UE (Regolamento europeo n. 66/2010) per creare un regime di assegnazione di marchi

di tipo facoltativo sui prodotti finanziari sostenibili<sup>124</sup>. Conseguentemente, la DG Ambiente della Commissione europea ha avviato, alla fine del 2018, avvalendosi del supporto tecnico del Joint Research Centre (JRC) della stessa Commissione<sup>49</sup>, il processo per definire i criteri per un marchio Ecolabel facoltativo sui prodotti finanziari. Il Progetto di proposta dei criteri, pubblicato a marzo 2019, ha individuato un primo gruppo di prodotti finanziari potenzialmente interessati dal marchio e definito i criteri di investimento in attività sostenibili e gli obblighi di tipo informativo connessi all'uso del marchio. In particolare, i prodotti finanziari marchiati Ecolabel sono i PRIIPS (*Packaged Retail Investment And Insurance-Based Investments*)<sup>50</sup>, gli UCITS (*Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*)<sup>51</sup> e i RAIF (*Retail Alternative Investment Funds*) nonché i prodotti assicurativi con componente di investimento.

Sono, quindi, individuati cinque criteri per la definizione del nuovo marchio Ecolabel, di cui i primi tre riguardano

---

durante l'intero ciclo di vita. L'Ecolabel è il marchio europeo di certificazione ambientale per i prodotti ed i servizi nato nel 1992 con l'adozione del Regolamento europeo n. 880/92.

<sup>49</sup> Il Centro comune di ricerca (JRC), (in inglese: *Joint Research Centre*, JRC), è una direzione generale della Commissione europea: DG-JRC (*Directorate-General Joint Research Centre*), che dispone di sette istituti di ricerca dislocati in cinque paesi membri dell'Unione europea (Belgio, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna).

---

<sup>124</sup> Il sistema del marchio Ecolabel UE si inserisce nella politica comunitaria relativa al consumo e alla produzione sostenibili, il cui obiettivo è ridurre gli impatti negativi del consumo e della produzione sull'ambiente, sulla salute, sul clima e sulle risorse naturali. Il sistema è inteso a promuovere, attraverso l'uso del marchio Ecolabel UE, i prodotti che presentano elevate prestazioni ambientali. In tal senso, Ecolabel UE è il marchio di qualità ecologica dell'Unione Europea che contraddistingue prodotti e servizi che pur garantendo elevati standard prestazionali sono caratterizzati da un ridotto impatto ambientale



<sup>50</sup> I PRIIPs sono prodotti il cui valore è soggetto a fluttuazioni a causa dell'esposizione a variabili di riferimento o al rendimento di una o più attività sottostanti. Sono caratterizzati da un processo di assemblaggio finalizzato alla creazione di prodotti che abbiano esposizioni, caratteristiche o strutture dei costi diverse rispetto a una detenzione diretta. Sono Fondi comuni di investimento, Prodotti assicurativi con una componente di investimento (Unit-linked ecc.), Prodotti e depositi strutturati, Obbligazioni convertibili, Derivati e Prodotti emessi da SPV.

<sup>51</sup> Si tratta Fondo armonizzato aperto di diritto europeo ai sensi della direttiva 2009/65/CE (Organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari - OICVM). I fondi UCITS, costituiti come società di investimento (Sicav) o come fondo di investimento (FCP), possono essere commercializzati in tutto il territorio dell'Unione Europea, e sottoscritti da tutte le categorie di investitori (istituzionali, qualificati e *retail*).

l'attività degli emittenti (se corporate, stati sovrani, ecc.) i cui strumenti finanziari (ovvero, azioni e bond in particolare) sono oggetto di investimento da parte del fondo o, comunque, inseriti nel prodotto strutturato. Gli ultimi due criteri si occupano di definire gli obblighi informativi e di pubblicità a beneficio dell'investitore *retail* e del pubblico in generale. Quanto al primo criterio, esso riguarda la selezione degli strumenti da inserire in portafoglio scadenzati secondo un sistema di soglie percentuali di investimento; si prevede, infatti, che almeno il 70% del valore patrimoniale del portafoglio debba essere investito in "attività economiche verdi". Per le azioni detenute in portafoglio, almeno il 90% deve essere riconducibile a un numero di emittenti con fatturato costituito per almeno il 50% da "attività verdi", secondo la definizione del Regolamento tassonomia. Per le obbligazioni, invece, almeno il 70% del valore di tutte le obbligazioni comprese nel portafoglio devono essere totalmente conformi al *Green Bond Standard* dell'Unione Europea (EU GBS)<sup>125</sup>. Per

---

<sup>125</sup> Il Piano di azione prevede che il TEG, nell'ambito delle misure volte a creare norme e marchi per i prodotti finanziari sostenibili, pubblici un rapporto sulla definizione di uno standard europeo sui *green bond* (EU-GBS), pubblicato poi a giugno 2019. Il Report "EU *Green Bond Standard*" propone alla Commissione uno standard per le obbligazioni verdi a cui qualunque emittente

concludere, a livello nazionale si rappresenta che i lavori relativi all'Ecolabel sono seguiti dal Ministero dell'Ambiente che partecipa ai *meeting* a livello europeo e che si occupa di coinvolgere emittenti, gestori, intermediari e associazioni di categoria al fine di raccogliere indicazioni utili da riportare nelle successive fasi del processo di definizione dei criteri.

## **7. Altre modifiche di *framework* conferenti con il Piano d'azione.**

Oltre agli atti normativi previsti dal Piano di azione sulla finanza sostenibile, il nuovo approccio determina la necessità una serie di “aggiustamenti” su diversi atti normativi, quali in primo luogo il Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica i Regolamenti istitutivi delle Autorità di vigilanza europei, il Regolamento EUVECA, EUSEF e ELTIF, il Regolamento MiFIR, Regolamento (UE) 2017/1129 (c.d. ‘Regolamento Prospetto’) e i relativi regolamenti delegati (Regolamento delegato (UE) 2019/980 e Regolamento delegato (UE) 979/2019), la Direttiva 2013/36/UE e il Regolamento (UE) 575/2013 relative alla CRD IV e CRR, nonché il Regolamento (UE) 2019/1238 (c.d. ‘PEPP-prodotti pensionistici individuali paneuropei’) e la Direttiva (UE) 2017/828 (c.d. ‘*Shareholders Right*’).

In tal senso, le correzioni proposte nel Regolamento di modifica dei Regolamenti istitutivi delle Autorità di vigilanza europee prendono atto che il sistema finanziario si faccia carico delle sfide della sostenibilità e segnalano l’obiettivo generale della sostenibilità in aggiunta agli obiettivi già previsti di rafforzare la stabilità e l’efficacia

---

bond o altri strumenti di debito può aderire su base volontaria. Per tale via, qualunque strumento di debito emesso da un emittente (dell’Unione o meno) potrà essere classificato come EU *Green Bond* nel momento in cui risulti allineato agli EU-GBS.

del sistema finanziario in tutta l'Unione Europea e di migliorare la tutela dei consumatori e degli investitori<sup>126</sup>; ciò significa per le autorità vigilanti l'onere di contribuire a individuare e segnalare i rischi che i fattori ambientali, sociali e di *governance* comportano per la stabilità finanziaria e, in quanto autorità con vasta conoscenza del settore finanziario, di fornire orientamenti su come integrare efficacemente le considerazioni relative alla sostenibilità nella pertinente normativa finanziaria dell'UE e promuoverne l'attuazione coerente al momento dell'adozione. Le modifiche al Regolamento Prospetto (e ai relativi Regolamenti delegati) consistono essenzialmente nell'integrazione, nel set informativo relativo alle offerte di prodotti finanziari di soggetti a obbligo di prospetto, dei rischi di tipo ambientale, sociale e di governo societario, quando essi stessi possono costituire rischi specifici e significativi per l'emittente e i suoi titoli; in particolare, la descrizione della strategia e degli obiettivi aziendali dell'emittente deve prendere in considerazione le sfide e le prospettive future dell'emittente, nella misura necessaria alla comprensione dell'andamento, dei risultati dell'emittente o della sua situazione, con indicatori chiave di prestazione sia finanziari che, se del caso, non finanziari pertinenti per l'attività specifica dell'emittente.

Più incisive, invece, le modifiche al Regolamento (UE) 2019/1238 c.d. 'PEPP' (sui prodotti pensionistici individuali paneuropei) pubblicato lo scorso 25 luglio 2019, che, come noto, stabilisce norme uniformi in materia di registrazione, creazione, distribuzione e vigilanza dei prodotti pensionistici individuali distribuiti nell'Unione. Le modifiche partono dalla considerazione che, in primo luogo, sia l'adeguatezza del reddito che la sostenibilità

---

<sup>126</sup> Considerando 1, 8 e 9 nonché articoli 1, 2 e 3 del Regolamento.

finanziaria (*parte aggiunta*, n.d.r.) dei sistemi pensionistici nazionali sono essenziali per la stabilità dell'Unione nel suo complesso<sup>127</sup> e che i risparmi in PEPP dovrebbero essere investiti tenendo “[...] *conto dei fattori ESG come quelli di cui agli obiettivi dell’Unione in materia di clima e sostenibilità quali definiti nell’accordo di Parigi sui cambiamenti climatici (accordo di Parigi), negli obiettivi di sviluppo sostenibile e nei principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani*”<sup>128</sup>.

Di tal guisa, “*il PEPP rappresenterà un passo avanti per il miglioramento dell’integrazione dei mercati dei capitali, grazie al suo sostegno al finanziamento a lungo termine dell’economia reale, tenendo conto del carattere pensionistico a lungo termine del prodotto e della sostenibilità degli investimenti.*”<sup>129</sup>. Da ciò se ne ricava che la “*creazione di un prodotto pensionistico individuale che avrà un carattere pensionistico a lungo termine*” dovrà tenere conto “*dei fattori ambientali, sociali e di governance (fattori ESG) di cui ai principi per l’investimento responsabile sostenuti delle Nazioni Unite*”<sup>129</sup>. Pertanto, atteso che il prodotto pensionistico individuale ha natura di investimenti di lungo termine, si prevede che: “[...] i

---

<sup>127</sup> Considerando 4: “*Una parte sostanziale delle pensioni di vecchiaia è erogata nell’ambito di regimi pubblici. Ferma restando la competenza nazionale esclusiva per quanto concerne l’organizzazione dei sistemi pensionistici, come stabilito dai trattati, l’adeguatezza del reddito e la sostenibilità finanziaria dei sistemi pensionistici nazionali sono essenziali per la stabilità dell’Unione nel suo complesso*”.

<sup>128</sup> Considerando 51: “*Dato che gli investimenti relativi ai prodotti pensionistici individuali sono di lungo termine, è opportuno prestare un’attenzione partico-*

<sup>129</sup> Considerando 8: “*Il presente regolamento consente la creazione di un prodotto pensionistico individuale che avrà un carattere pensionistico a lungo termine e terrà conto dei fattori ambientali, sociali e di governance (fattori ESG) di cui ai principi per l’investimento responsabile sostenuti delle Nazioni Unite, per quanto possibile, sarà semplice, sicuro, a prezzi ragionevoli, trasparente, favorevole ai consumatori e portabile a livello di Unione e integrerà i sistemi esistenti negli Stati membri*”.

*fornitori di PEPP siano incoraggiati ad allocare una parte sufficiente del loro portafoglio di attività in investimenti sostenibili nell'economia reale, con benefici economici a lungo termine.*"<sup>130</sup>.

*lare alle conseguenze a lungo termine dell'allocazione delle attività. In particolare è opportuno tenere conto dei fattori ESG. I risparmi in PEPP dovrebbero essere investiti tenendo conto dei fattori ESG come quelli di cui agli obiettivi dell'Unione in materia di clima e sostenibilità quali definiti nell'accordo di Parigi sui cambiamenti climatici (accordo di Parigi), negli obiettivi di sviluppo sostenibile e nei principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani".*<sup>56</sup> Considerando 11: "L'Unione dei mercati dei capitali contribuirà a mobilitare capitali in Europa e a convogliarli verso tutte le imprese, comprese le piccole e medie imprese, le infrastrutture e i progetti sostenibili a lungo termine, che ne hanno bisogno per espandersi e creare posti di lavoro. [...] A tale fine, il PEPP rappresenterà un passo avanti per il miglioramento dell'integrazione dei mercati dei capitali, grazie al suo sostegno al finanziamento a lungo termine dell'economia reale, tenendo conto del carattere pensionistico a lungo termine del prodotto e della sostenibilità degli investimenti."

Anche la Direttiva (UE) 2017/828 la c.d. 'Shareholders Right', che a seguito dell'adozione in data 3 settembre 2018 del Regolamento di esecuzione (CE) 2018/1212, va recepita entro il 3 settembre 2020, prevede disposizioni connesse alla sostenibilità. In effetti, essa si rivolge alle società ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, e l'oggetto relativo ai principi d'identificazione degli azionisti, alla trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto, nonché al coinvolgimento dei soci nella definizione delle politiche di remunerazione e di trasparenza e controllo da parte degli azionisti sulle operazioni con parti correlate, impone la comunicazione delle informazioni attinenti la politica

---

<sup>130</sup> Considerando 49: "Considerando la natura a lungo termine delle loro passività, i fornitori di PEPP sono incoraggiati ad allocare una parte sufficiente del loro portafoglio di attività in investimenti sostenibili nell'economia reale, con benefici economici a lungo termine, in particolare in progetti e società nel

aziendale e, dunque, anche con riferimento alla sostenibilità delle attività poste in essere. Si vedano, in particolare, i Considerando 29<sup>59</sup>, 20<sup>60</sup> e 22<sup>61</sup>, nonché gli articoli 9-*bis* “diritto di voto sulla politica di remunerazione”, 3-*octies*, paragrafo 1, 3-*nonies*, paragrafo 2 e 3-*decies*, paragrafo 1.

---

*settore delle infrastrutture.”.*

<sup>59</sup>Considerando 29: “*La politica di remunerazione dovrebbe contribuire alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e non dipendere in tutto o in parte da obiettivi a breve termine. I risultati degli amministratori dovrebbero essere valutati utilizzando criteri sia finanziari sia non finanziari, inclusi, ove del caso, fattori ambientali, sociali e di governo*”.

<sup>60</sup> Considerando 20: “*stabilisce che i gestori degli attivi forniscano sufficienti informazioni all’investitore istituzionale al fine di consentirgli di valutare se e in che modo il gestore agisce nell’interesse superiore a lungo termine dell’investitore e se il gestore degli attivi attua una strategia che permette un efficiente impegno degli azionisti [...]. Tale comunicazione dovrebbe comprendere la relazione sui principali rischi materiali a medio e lungo termine associati agli investimenti del portafoglio, incluse le questioni di governo societario e altri rischi a medio e lungo termine*”.

<sup>61</sup> Considerando 22: “*Il gestore di attivi dovrebbe inoltre informare l’investitore istituzionale se il gestore di attivi adotti decisioni di investimento sulla base di una valutazione dei risultati a medio e lungo termine della società partecipata, compresi i risultati non finanziari, e in caso affermativo secondo quali modalità*”.



## **Commento al quadro regolamentato della sostenibilità nel settore dei servizi finanziari e le norme tecniche di regolamentazione (RTS)**

*Avv. Catia Maietta*

### **1. Contenuto e scopo del Regolamento in materia di sostenibilità finanziaria**

Lo scorso 8 novembre 2019, il Consiglio dell'Unione Europea ha adottato il Regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari<sup>131</sup>. Il contenuto di tale atto fa parte della più ampia iniziativa della Commissione in materia di "sviluppo sostenibile"<sup>132</sup>. Pone le basi per un quadro dell'Unione europea che colloca le considerazioni ambientali, sociali e di governance (Environmental, Social and Governance - ESG) al centro del sistema finanziario, al fine di agevolare la trasformazione dell'economia europea in un sistema più "verde", più resiliente e circolare. Affinché gli investimenti diventino più sostenibili, il relativo processo decisionale

---

<sup>131</sup> REGOLAMENTO (UE) 2019/2088 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 27 novembre 2019.

<sup>132</sup> Il 25 settembre 2015 l'Assemblea generale delle Nazioni Unite ha adottato un nuovo quadro mondiale per lo sviluppo sostenibile: l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile (Agenda 2030), incentrata sugli obiettivi di sviluppo sostenibile (SDG). La comunicazione della Commissione del 22 novembre 2016 sulle prossime tappe per un futuro europeo sostenibile collega gli SDG al quadro strategico dell'Unione per garantire che tutte le azioni e le iniziative strategiche dell'Unione, al suo interno e a livello mondiale, tengano conto fin dall'inizio degli obiettivi di sviluppo sostenibile. Nelle sue conclusioni del 20 giugno 2017 il Consiglio ha confermato l'impegno dell'Unione e dei suoi Stati membri ad attuare l'Agenda 2030 in modo completo, coerente, globale, integrato ed efficace, e in stretta cooperazione con i partner e le altre parti interessate.



dovrebbe tenere conto dei fattori ESG nella valutazione di aspetti quali le emissioni di gas serra, l'esaurimento delle risorse o le condizioni di lavoro.

Il regolamento mira all'integrazione coerente delle considerazioni ESG nel processo di investimento e di consulenza nei vari settori. Questo dovrebbe garantire che i partecipanti ai mercati finanziari - quali le società di gestione degli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), i gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA), le imprese di assicurazione, gli enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP), i gestori di fondi europei per il venture capital (EuVECA), i gestori di fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF) e i distributori di prodotti assicurativi o i consulenti in materia di investimenti che ricevono un mandato dai loro clienti, o beneficiari, affinché prendano decisioni di investimento per loro conto - integrino le considerazioni ESG nei processi interni e informino i clienti al riguardo.

Inoltre, per consentire agli investitori di confrontare l'impronta di carbonio degli investimenti, ci si riferisce alla definizione di indici di riferimento per le basse emissioni di carbonio e per l'impatto positivo in termini di carbonio.

In particolare il Regolamento:

- si occupa di fissare i criteri comuni per stabilire se un'attività economica è "ecosostenibile";
- il processo che coinvolge una piattaforma multilaterale, per l'istituzione di un sistema di classificazione unificato dell'Unione Europea basato su un insieme di criteri specifici, per stabilire quali attività economiche sono considerate sostenibili.

In tal modo gli operatori economici e gli investitori avranno chiaro quali attività sono considerate sostenibili e potrebbero tenerne conto nelle decisioni di investimento.

Un sistema cosiffatto, permetterà di garantire strategie di investimento orientate verso attività economiche che contribuiscono effettivamente al raggiungimento degli obiettivi ambientali soddisfacendo al tempo stesso gli standard sociali e di *governance* minimi. Una maggiore chiarezza su quel che può essere considerato un investimento ecosostenibile, faciliterà l'accesso al mercato transfrontaliero dei capitali.

Con questi presupposti, il regolamento intende ridurre l'asimmetria informativa nel rapporto principale-agente, con riferimento *“all'integrazione dei rischi di sostenibilità, alla considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità, la promozione delle caratteristiche ambientali o sociali, e degli investimenti sostenibili obbligando i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari a effettuare informative precontrattuali e continuative destinate agli investitori finali, qualora essi agiscano in qualità di agenti per conto degli investitori finali (principali)”*<sup>133</sup> con l'obiettivo di agevolare l'accesso alle attività dei vari attori dei mercati finanziari, consentire loro di operare all'interno di un quadro normativo sempre più dettagliato, con una maggiore protezione dei c.d. 'investitori finali', assicurare agli stessi gli strumenti per prendere decisioni sempre più consapevoli sulle scelte di investimento (sempre nell'ottica, inoltre, degli impegni assunti in seno all'Assemblea Generale delle Nazioni Unite con l'adozione dell'Agenda 2030 e degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile - SDG)<sup>134</sup>.

---

<sup>133</sup> Fonte: <https://data.consulium.europa.eu/doc/document/pE-87-2019-INIT/en/pdf>

<sup>134</sup> Il regolamento integra gli obblighi di informativa previsti nelle direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE, (UE) 2016/97, (UE) 2016/2341, e nei regolamenti (UE) n. 345/2013, (UE) n. 346/2013, (UE)

## 2. Gli obblighi di trasparenza informativa

Il regolamento fornisce gli obblighi di trasparenza in capo ai ‘Partecipanti Finanziari’ e ai ‘Consulenti Finanziari’.

Per ‘Partecipanti Finanziari’ devono intendersi<sup>135</sup>:

- l’impresa di assicurazione che rende disponibile un prodotto di investimento assicurativo (IBIP);
- l’impresa di investimento che fornisce servizi di gestione del portafoglio;
- l’ente pensionistico aziendale o professionale (EA-PAP);
- il creatore di un prodotto pensionistico;
- il gestore di fondi di investimento alternativi (GEFIA);
- il fornitore di un prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP);
- il gestore di un fondo per il venture capital, riconosciuto giuridicamente;
- il gestore di un fondo qualificato per l’imprenditoria sociale, riconosciuto giuridicamente;
- la società di gestione di un organismo di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM);
- l’ente creditizio che fornisce servizi di gestione del portafoglio.

Per ‘Consulenti Finanziari’ devono intendersi<sup>136</sup>:

---

2015/760 e (UE) 2019/1238 come pure nel diritto nazionale che disciplina i prodotti pensionistici personali e individuali. Per assicurare un corretto ed efficace controllo del rispetto del presente regolamento, gli Stati membri dovrebbero affidarsi alle autorità competenti già designate ai sensi di tali norme.

<sup>135</sup> art. 2, 1), REGOLAMENTO (UE) 2019/2088 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 27 novembre 2019.

<sup>136</sup> Art. 2 11), REGOLAMENTO (UE) 2019/2088 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 27 novembre 2019.

- l'intermediario assicurativo che fornisce consulenza in materia di assicurazione riguardo IBIP;
- l'impresa di assicurazione che fornisce consulenza in materia di assicurazione riguardo IBIP;
- l'ente creditizio che fornisce consulenza in materia di investimenti;
- l'impresa di investimento che fornisce consulenza in materia di investimenti;
- GEFIA che fornisce consulenza in materia di investimenti ai sensi dell'art. 6, par. 4, lettera b), punto i), direttiva 2011/61/UE;
- Società di gestione di OICVM che fornisce consulenza in materia di investimenti di cui all'art. 6, par 3, lettera b), punto i), della direttiva 2009/65/CE.

Gli obblighi di trasparenza informativa in capo ai partecipanti finanziari, sono:

- **Trasparenza delle politiche in materia di rischio di sostenibilità**<sup>137</sup>: mediante la pubblicazione sui propri siti web delle politiche relative all'integrazione dei rischi di sostenibilità nei loro investimenti o nelle proprie consulenze per investimenti;
- **Trasparenza degli effetti negativi per la sostenibilità a livello di soggetto**: i Partecipanti ai Mercati Finanziari devono informare gli investitori circa i principali effetti negativi derivanti dalle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità<sup>69</sup>.  
In particolar modo, devono essere fornite:

---

<sup>137</sup> Il rischio di sostenibilità *si identifica nell'evento o condizione di tipo ambientale, sociale, o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento.* <sup>69</sup>Sono "fattori di sostenibilità", *le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta, alla corruzione, attiva e passiva.*

- (i) le informazioni sulle politiche adottate al fine dell'individuazione e della categorizzazione secondo priorità dei principali effetti negativi per la sostenibilità, con indicazione dei relativi indicatori;
- (ii) una descrizione dei principali effetti negativi per la sostenibilità e di qualsiasi azione adottata/programmata in merito;
- (iii) una breve sintesi delle politiche di impegno adottate;
- (iv) riferimenti all'osservanza di codici di condotta di impresa responsabile e delle norme internazionalmente riconosciute in materia di *due diligence e reporting*.

Gli analoghi obblighi di trasparenza in capo ai consulenti finanziari, sono:

- **Trasparenza delle politiche di remunerazione relativamente all'integrazione dei rischi di sostenibilità:** al centro della *disclosure*, da fornire sui rispettivi siti web, vi sono anche le politiche di remunerazione e su come tali politiche siano coerenti con l'integrazione dei rischi di sostenibilità;
- **Trasparenza dell'integrazione dei rischi di sostenibilità:** a tal proposito, devono essere fornite informazioni in merito a:
  - (i) come i rischi di sostenibilità vengono integrati nelle relative decisioni di investimento/consulenze di investimento e assicurazione;
  - (ii) risultati della valutazione dei possibili impatti dei rischi di sostenibilità sul rendimento di tali prodotti finanziari/assicurativi.
- **Trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali nell'informativa precontrattuale:** nel caso in cui un

determinato prodotto finanziario vada a promuovere talune caratteristiche, generalmente ambientali o sociali, devono essere comunicate anche:

- (i) le informazioni su come tali caratteristiche siano rispettate;
- (ii) se è stato individuato un *benchmark*, se e in che modo tale indice di riferimento sia coerente con le caratteristiche promosse. Laddove non sia disponibile un indice di riferimento UE di transizione climatica o altro indice allineato ai requisiti degli Accordi di Parigi sul clima.

- **Trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali e sociali sui siti web:** in tal caso, i Partecipanti ai Mercati Finanziari sono tenuti a pubblicare sul proprio sito web, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo:

- (i) la descrizione delle caratteristiche sociali o ambientali, o del relativo obiettivo di investimento sostenibile;
- (ii) le informazioni sui metodi utilizzati per la valutazione, il monitoraggio e la misurazione di tali caratteristiche.

La tutela dell'informativa mira a conseguire una maggiore trasparenza, su come i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari integrano i rischi di sostenibilità nelle loro decisioni in materia di investimenti e nelle loro consulenze in materia di investimenti o assicurazioni. Se la valutazione dei rischi di sostenibilità porta a concludere che non sussistono rischi di sostenibilità giudicati rilevanti per il prodotto finanziario, è opportuno spiegarne le ragioni. Se la valutazione porta a concludere che tali rischi sono rilevanti, è opportuno comunicare, in termini qualitativi o quantitativi, la misura in cui i rischi di sostenibilità possono incidere sulla performance del prodotto finanziario. Le

valutazioni del rischio di sostenibilità così come la relativa informativa precontrattuale fornite dai partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero contribuire all'informativa precontrattuale dei consulenti finanziari. I consulenti finanziari dovrebbero comunicare in che modo tengono conto dei rischi di sostenibilità nella procedura di selezione del prodotto finanziario che è presentato agli investitori finali, prima di fornire la consulenza, a prescindere dalle preferenze di questi ultimi in materia di sostenibilità. Quanto detto non dovrebbe pregiudicare l'applicazione delle misure nazionale di recepimento delle direttive 2014/65/UE e (UE) 2016/97, in particolare gli obblighi dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari in materia di *governance* dei prodotti, valutazioni in termini di adeguatezza e appropriatezza, e verifiche delle richieste e delle esigenze.

### **3. Dalle ESAs lo sviluppo delle norme tecniche di regolamentazione (RTS).**

In relazione a ciascuna categoria di obblighi informativi previsti dal Regolamento (informativa relativa alle *policies* dell'intermediario; informativa precontrattuale; informativa da pubblicare sul sito internet dell'intermediario; informativa periodica e informativa veicolata per il tramite delle comunicazioni di marketing) le ESAs hanno il compito di sviluppare, per il tramite del Comitato congiunto, progetti di standard tecnici, per un totale di:

- n. 6 standard tecnici di regolamentazione (RTS) obbligatori e
- n. 1 standard tecnico di implementazione (ITS) opzionale.

I sei RTS obbligatori riguardano:

- a) il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni che i FMPS e i FAs devono pubblicare sul proprio sito internet con riguardo ai principali impatti negativi delle decisioni/raccomandazioni di investimento sui fattori di sostenibilità, c.d. ‘*adverse impact reporting*’ (art. 4 del Regolamento) (n. 2 RTS); b) le informazioni che i FMPS devono includere nella documentazione precontrattuale prevista dalla normativa di settore per illustrare:
- come i prodotti con caratteristiche ambientali e/o sociali soddisfano tali caratteristiche e, nel caso in cui sia stato identificato un *benchmark*, se e come tale indice risulti coerente con le caratteristiche di sostenibilità del prodotto, nonché dove può essere reperita la metodologia per il calcolo di tale *benchmark* (art. 8 del Regolamento) (n. 1 RTS);
  - come i prodotti che hanno come obiettivo investimenti sostenibili soddisfino tali obiettivi o, nel caso in cui sia stato designato un indice di riferimento, come l’indice designato sia allineato a tali obiettivi e se e come detto indice differisca da un “broad market index”, nonché dove può essere reperita la metodologia per il calcolo dell’indice (art. 9 del Regolamento) (n. 1 RTS);
- c) il contenuto e la presentazione delle informazioni da pubblicare sui siti web da parte dei FMPS in merito alle caratteristiche ambientali o sociali e agli obiettivi di investimento sostenibile dei prodotti e alla metodologia di valutazione, misurazione e monitoraggio utilizzata (art. 10 del Regolamento) (n. 1 RTS);
- d) le informazioni da fornire da parte dei FMPS nell’ambito dell’informativa periodica prescritta dalla normativa di settore sul grado di raggiungimento delle caratteristiche ambientali o sociali dei prodotti aventi



tali caratteristiche o, per i prodotti aventi come obiettivo investimenti sostenibili, sulla valutazione dell’impatto sulla sostenibilità globale nonché, ove sia stato designato un *benchmark*, sul confronto di tale impatto con l’indice designato e con un “*broad market index*” (art. 11 del Regolamento) (n. 1 RTS).

Lo standard tecnico facoltativo (ITS) riguarda lo standard di presentazione delle informazioni sulla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli investimenti sostenibili nelle comunicazioni di marketing a opera di FMPS e ai FAs (art. 13 del Regolamento).



# **Indici di riferimento (UE) di transizione climatica e indici di riferimento (UE) allineati con l'accordo di Parigi**

*Dott.ssa Monica Peta*

## **1. Premessa**

Un numero sempre più elevato di investitori cerca di garantire che i propri investimenti abbiano un impatto positivo sull'ambiente. Per farlo adottano decisioni di investimento basate sull'impronta di carbonio generata dai progetti o dalle attività previsti, ricorrendo a indici che paragonano o misurano la performance dei portafogli di investimento. Tuttavia, al momento esiste una vasta gamma di indici di questo tipo, che hanno differenti obiettivi e diversi gradi di qualità e integrità.

Pertanto, la Presidenza e il Parlamento sono impegnati ad approvare uno strumento armonizzato e affidabile, per perseguire strategie di investimento a basse emissioni di carbonio, stabilendo una nuova categoria che comprende due tipi di indici di riferimento finanziari:

- **indici di riferimento UE di transizione climatica**, tesi a ridurre l'impronta di carbonio di un portafoglio di investimento standard. Più precisamente, questo tipo di indici di riferimento dovrebbe essere stabilito prendendo in considerazione le imprese che seguono una "traiettoria di de carbonizzazione" misurabile e scientifica entro la fine del 2022, alla luce dell'obiettivo del riscaldamento globale a lungo termine dell'accordo di Parigi;
- **indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi**, che, più ambiziosamente, puntano a

selezionare solo gli elementi che contribuiscono al raggiungimento dell'obiettivo dei 2°C stabilito nell'accordo di Parigi sui cambiamenti climatici.

L'intento normativo è di introdurre un obbligo per tutti gli indici di riferimento o famiglie di indici di riferimento, di fornire una spiegazione del modo in cui i fattori ambientali, sociali e di *governance* si riflettono nella strategia di investimento e la metodologia si allinea con l'obiettivo di riduzione delle emissioni di carbonio.

Il 25 settembre 2015, l'Assemblea generale delle Nazioni Unite ha adottato un nuovo quadro mondiale per lo sviluppo sostenibile: l'Agenda 2030, che si incentra sugli obiettivi di sviluppo sostenibile, *Sustainable Development Goals*, SDG<sup>138</sup>. Prima la comunicazione della commissione 2016, e poi le Conclusioni del Consiglio Europeo del 20 giugno 2017, hanno confermato l'impegno dell'Unione e degli Stati membri per l'attuazione dell'Agenda 2030 in modo completo, coerente, integrato ed efficiente. Il 5/10/2016<sup>139</sup> nell'ambito della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici, è stato approvato l'Accordo di Parigi<sup>140</sup> (con entrata in vigore il 4 novembre 2016), con il precipuo obiettivo di rafforzare la risposta ai cambiamenti climatici e, al tempo stesso, preservare la coerenza dei flussi finanziari verso uno sviluppo a basse emissioni di carbonio e resiliente ai cambiamenti climatici: un'economia più efficiente in termini di risorse e un'economia circolare sono

---

<sup>138</sup> La comunicazione della Commissione del 22 novembre 2016, sulle tappe da perseguire per un futuro europeo sostenibile collega gli SDG al quadro politico dell'Unione europea per garantire che tutte le azioni e iniziative politiche dell'Unione sia al suo interno che a livello mondiale, tengano conto sin dall'inizio degli SDG.

<sup>139</sup> Decisione UE 2016/1841 del Consiglio del 5 ottobre 2016, GU L 282 del 19/10/2016, pag. 1.

<sup>140</sup> Accordo di Parigi, all'art. 2, lettera c) stabilisce l'obiettivo di rafforzare la risposta ai cambiamenti climatici, GU L 282 del 19.10.2016, pag. 4.

fondamentali per garantire la competitività a lungo termine dell'economia dell'Unione. Per conseguire gli obiettivi previsti dall'Accordo di Parigi e ridurre i rischi e le incidenze dei cambiamenti climatici, viene fissato l'obiettivo globale nel contenimento dell'aumento della temperatura media mondiale al di sotto dei 2°C rispetto ai livelli preindustriali, per proseguire l'impegno a limitare l'aumento della temperatura a 1,5°C rispetto ai livelli preindustriali<sup>141</sup>.

Il regolamento UE 2016/1011, 08 giugno 2016, del Parlamento Europeo e del Consiglio<sup>142</sup>, non ancora pubblicato, in quanto all'esame dei giuristi linguisti, stabilisce norme uniformi per gli indici di riferimento nell'Unione. L'introduzione e la definizione degli indici di riferimento UE di 'transizione climatica' e degli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi, sono finalizzate alla maggiore trasparenza e alla prevenzione del *'greenwashing'*<sup>75</sup>.

Un'ampia gamma di indici è raccolta nella categoria degli indici definiti di 'basse emissioni di carbonio' e sono usati come indici di riferimento per i portafogli e i prodotti di investimento venduti attraverso le frontiere, tra Stati

---

<sup>141</sup> Nel 2018, il Gruppo degli esperti, IPCC, sul cambiamento climatico, ha pubblicato la relazione speciale sul riscaldamento Globale di 1,5°C, nella quale si afferma che limitare il riscaldamento globale a 1,5°C richiederebbe cambiamenti rapidi di vasta portata, e che limitare il riscaldamento globale a 1,5°C rispetto a 2°C potrebbe andare di pari passo con la garanzia di una società più equa e sostenibile.

<sup>142</sup> Vedi anche programma generale di azione dell'Unione in materia di ambiente fino 2020, al "Vivere bene entro i limiti del nostro pianeta" Decisione n. 1386/2013/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 20 novembre 2013. <sup>75</sup> Il termine *greenwashing* fu coniato in America nei primi anni Novanta per descrivere il comportamento di alcune grandi aziende che avevano associato la propria immagine alle tematiche ambientali per distogliere l'attenzione dell'opinione pubblica dalle responsabilità derivanti dall'inquinamento causato dalle proprie attività produttive.

membri. La conseguenza è la comparsa sul mercato di categorie diverse di indici a basse emissioni di carbonio con diversi livelli di ambizione. Mentre alcuni indici mirano a ridurre l'impronta di carbonio di un portafoglio di investimenti standard<sup>143</sup>, altri puntano a selezionare solo i componenti che contribuiscono al raggiungimento dell'obiettivo del mantenimento della temperatura al di sotto dei 2°C stabilito dall'accordo di Parigi. Ciò ha significato il delinarsi di approcci divergenti per quanto riguarda la metodologia degli indici di riferimento e una sorta di frammentazione del mercato interno. Per porre un arresto ad affermazioni potenzialmente illegittime e diversificate circa la natura degli indici a basse emissioni di carbonio e dei loro indici di riferimento, gli Stati membri avrebbero dovuto adottare proprie norme per proteggere gli investitori da confusione e ambiguità sul livello di ambizione delle varie categorie degli indici 'low carbon' utilizzati come indici di riferimento per i portafogli di investimenti a basse emissioni di carbonio. La conseguenza sarebbe stata un quadro disarmonico, incapace di assicurare l'accuratezza e l'integrità degli indici di riferimento, e il corretto funzionamento del mercato interno.

Per mantenere e assicurare il buon funzionamento del mercato interno a vantaggio degli investitori, e garantire un livello elevato di protezione dei consumatori e degli investitori, il regolamento modificativo del regolamento UE 2016/1011, che trova applicazione agli indici di riferimento che utilizzano le denominazioni di **indice di riferimento UE di transizione climatica** o **indice di**

---

<sup>143</sup> Sono *standard* gli indici di bassa emissione di carbonio utilizzati per misurare la *performance* per i portafogli di investimento (conti di investimento separati e organismi di investimento collettivo), forniti da uno Stato membro, e usati dai

**riferimento UE allineato con l'accordo di Parigi, struttura:**

- (i) la chiara distinzione tra indici di riferimento UE di transizione climatica e indici di riferimento UE allineati con l'Accordo di Parigi;
- (ii) la definizione di norme minime per ciascuno di tali indici di riferimento con un approccio di coerenza;
- (iii) l'individuazione dei requisiti minimi<sup>77</sup> per gli indici di

---

gestori di portafogli e di attività in alti Stati membri.

<sup>77</sup> Cfr (16) del regolamento (UE) 2019/2089: Onde garantire che le denominazioni "Indice di riferimento UE di transizione climatica" e "indice di riferimento UE allineato con l'accordo di Parigi" siano affidabili e facilmente riconoscibili per gli investitori dell'intera Unione, soltanto gli amministratori che soddisfano i requisiti minimi di cui del regolamento (UE) 2019/2089, dovrebbero essere autorizzati a utilizzare tali denominazioni nel commercializzare detti indici di riferimento UE.

riferimento UE di transizione climatica e gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi, affidabili e facilmente riconoscibili dagli investitori nell'intera Unione;

- (iv) la chiara lettura della metodologia utilizzata nei calcoli degli indici di riferimento UE. Gli amministratori degli indici di riferimento (UE) di transizione climatica e indici di riferimento allineati con l'accordo di Parigi, devono rendere pubblica la metodologia utilizzata nei loro calcoli. La metodologia riferisce le informazioni e il modo in cui le attività sottostanti sono state selezionate e ponderate, quali attività sono state escluse e per quale motivo. Per valutare come l'indice di riferimento contribuisce agli obiettivi ambientali, l'amministratore dovrebbe rendere pubblico in che modo sono stati misurati le emissioni di carbonio delle attività sottostanti, i rispettivi valori, compresa l'impronta di carbonio totale dell'indice di riferimento, e il tipo e la fonte dei dati utilizzatori. Per consentire ai

gestori di attività di scegliere l'indice di riferimento più adatta alla loro strategia di investimento, gli amministratori di indici di riferimento dovrebbero spiegare in che modo l'indice di riferimento contribuisce agli obiettivi ambientali. Le informazioni rese pubbliche dovrebbero includere i dettagli sulla frequenza della revisione e la procedura eseguita;

- (v) il controllo periodico delle metodologie utilizzate. Gli amministratori di indici di riferimento UE di transizione climatica e di indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi, devono riesaminare periodicamente le loro metodologie e informare gli utilizzatori delle procedure applicabili per qualsiasi modifica sostanziale. Quando introducono una modifica sostanziale, gli amministratori di indici di riferimento devono indicare le ragioni della modifica e spiegare in che modo la modifica in questione è coerente con gli obiettivi iniziali dell'indice di riferimento.

L'obiettivo è incoraggiare le imprese verso la comunicazione di obiettivi credibili per la riduzione di emissione di carbonio. L'amministratore di un indice di riferimento UE di transizione climatica, in sede di selezione e ponderazione delle attività sottostanti, deve prendere in considerazione le società che hanno quale obiettivo la riduzione delle emissioni di carbonio in allineamento all'accordo di Parigi. Un siffatto obiettivo deve essere pubblico e credibile, sicché comporta un reale impegno di decarbonizzazione, oltre a essere sufficientemente dettagliato e tecnicamente valido<sup>144</sup>. L'utilizzatore degli

---

<sup>144</sup> Le informazioni, inoltre, sono spesso frammentarie o assenti e impediscono un effettivo confronto ai fini degli investimenti transfrontalieri. Per consentire agli operatori di mercato di compiere scelte informate, tutti gli amministratori di indici di riferimento (ad eccezione degli amministratori degli indici di riferimento per la determinazione dei tassi di interesse e valute) dovrebbero



indici di riferimento non sempre dispone delle informazioni necessarie sulla misura in cui la metodologia degli amministratori di indici di riferimento tiene conto dei fattori ESG<sup>79</sup>.

Le metodologie utilizzate per gli indici di riferimento UE di transizione climatica e gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi dovranno basarsi su "traiettorie di de carbonizzazione" scientificamente fondati o su un allineamento generale agli obiettivi di Parigi.

Per migliorare la trasparenza e garantire un adeguato livello di armonizzazione, viene delegata alla Commissione il potere di adottare atti in conformità all'art. 290 TFUE<sup>145</sup>, per precisare il contenuto minimo degli obblighi di comunicazione cui gli amministratori di indici di riferimento UE di transizione climatica e di indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi sono soggetti, e per specificare le norme minime per l'armonizzazione della metodologia degli "indici di riferimento UE di transizione climatica" e degli "indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi",

---

essere tenuti a comunicare nella loro dichiarazione sull'indice di riferimento se i loro indici di riferimento o le loro famiglie degli indici di riferimento perseguono obiettivi ESG, se gli amministratori di indici di riferimento perseguono obiettivi ESG e se gli amministratori di indici di riferimento offrono o meno tali indici di riferimento. Allo scopo di informare gli investitori del grado di conformità con l'accordo di Parigi sul clima, è opportuno che l'amministratore di indici di riferimento pubblici informazioni dettagliate sul fatto che sia garantito o meno, e in che misura, il grado di allineamento complessivo con l'obiettivo di ridurre le emissioni di carbonio o di conseguire gli obiettivi a lungo termine in materia di lotta al riscaldamento previsti dall'accordo di Parigi sul clima. <sup>79</sup> *Environmental, Social, Governance* si utilizza in ambito economico/finanziario per indicare tutte quelle attività legate all'investimento responsabile (IR) che perseguono gli obiettivi tipici della gestione finanziaria tenendo in considerazione aspetti ed obiettivi di natura ambientale, sociale e di *governance*.

<sup>145</sup> Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:12012E/TXT>

compreso il metodo di calcolo delle emissioni di carbonio associate alle attività sottostanti, tenendo conto dei metodi per misurare l'impronta ambientale dei prodotti, delle organizzazioni <sup>146</sup> e del lavoro di gruppo di esperti della finanza sostenibile (TEG)<sup>147</sup>.

## 2. Benchmarks ESG <sup>148</sup>

L'Unione Europea è sempre più impegnata a raggiungere la leadership mondiale sulle politiche per la sostenibilità attraverso modelli economico-produttivi privi di emissioni climalteranti e basati su efficienza, circolarità e ricorso alle rinnovabili (con l'auspicio che di divenire il primo continente a zero-impatto entro il 2050). Il Consiglio dell'Unione Europea - l'organo politico che rappresenta i 28 Stati membri - ha assunto una posizione ufficiale sulla proposta della Commissione di creare una "tassonomia", vale a dire un sistema di classificazione delle attività economiche eco-compatibili: un vero e proprio

---

<sup>146</sup> cfr punto 2, lettera a) e b) della raccomandazione 2013/179/ UE della Commissione.

<sup>147</sup> TEG Final Report on climate benchmarks and benchmarks' ESG disclosure - September 2019.

<sup>148</sup> Cfr, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance\\_it](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance_it): *Green finance* generally refers to the process of taking due account of environmental and social considerations when making investment decisions, leading to increased investment in longer-term and sustainable activities. More specifically, *environmental considerations* refer to climate change mitigation and adaptation, as well as the environment more broadly and the related risks (e.g. natural disasters). *Social considerations* may refer to issues of inequality, inclusiveness, labour relations, investment in human capital and communities. The governance of public and private institutions, including management structures, employee relations and executive remuneration, plays a fundamental role in ensuring the inclusion of social and environmental considerations in the decision-making process. All three components - environmental, social and governance (ESG) - are integral parts of sustainable economic development and finance.

“vocabolario verde” a supporto delle politiche di business delle imprese e degli operatori finanziari. La tassonomia dovrebbe essere ultimata entro il 2021 per divenire pienamente operativa entro la fine del 2022.

A maggio del 2018 la Commissione ha pubblicato, le proposte di regolamento normativi riguardo i *benchmarks* climatici e requisiti di disclosure ambientale, sociale e di *governance* (ESG) per index provider<sup>149</sup>.

A giugno 2019, l'altra tappa significativa del processo di riforma per la finanza sostenibile, è stata raggiunta con la pubblicazione di tre importanti documenti da parte del *Technical Expert Group* (TEG) *on Sustainable Finance*, relativamente a:

- tassonomia;
- standard europeo per i *green bond*;
- *benchmark* climatici e nuovi requisiti legati alla sostenibilità per tutti i *benchmark*.

Il primo report del TEG si concentra sul cambiamento climatico, individuando le attività che contribuiscono alla mitigazione e all'adattamento; il report propone una classificazione di settori e di attività con relativi “criteri di vaglio tecnico”, che determinano le soglie quantitative entro le quali ciascuna attività contribuisce agli obiettivi di mitigazione e di adattamento.

Il secondo report propone una certificazione europea sui *green bond* (EU *Green Bond Standard*): il modello proposto dal TEG fa riferimento ai *Green Bond Principles* dell'ICMA - già ampiamente condivisi a livello internazionale - e alla tassonomia per identificare quali

---

<sup>149</sup> Il Parlamento e il Consiglio dell'Unione Europea hanno raggiunto un accordo politico sulla *disclosure* ESG e sui benchmark climatici rispettivamente a marzo e a febbraio 2019.

attività possono essere finanziate attraverso le obbligazioni verdi. L'obiettivo dell'EU *Green Bond Standard* è incrementare la trasparenza del mercato e la comparabilità dei prodotti, con l'obiettivo di accrescere il volume degli investimenti.

Inoltre, il TEG ha presentato indicazioni sui *benchmarks* climatici, vale a dire, parametri di confronto per strumenti finanziari in tema di emissioni di gas a effetto serra e di allineamento agli obiettivi dell'Accordo di Parigi. L'*interim report* di giugno introduce due nuovi tipi di *benchmark*:

- EU *Climate Transition Benchmark*, che selezionano i titoli sulla base degli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra (in ottica appunto di transizione);
- EU *Paris-aligned Benchmark*, che selezionano i titoli in maniera tale che il livello di emissioni di gas climalteranti del portafoglio sia in linea con gli obiettivi di lungo periodo dell'Accordo di Parigi e, in particolare, con quello di contenere l'aumento delle temperature medie globali a 1,5°C.

Il report interviene sui requisiti minimi comuni di *disclosure* ESG per gli *index provider*, ovvero le società che producono indici. Secondo la proposta legislativa discussa e approvata dalle istituzioni europee, tutti i *benchmark* - o famiglie di *benchmark* - dovranno esplicitare in che modo integrano i fattori ESG; inoltre, entro il 31 dicembre 2021 dovranno essere fornite informazioni sul grado di allineamento con l'Accordo di Parigi. Il documento approfondisce quindi le questioni tecniche relative a definizioni e criteri per i nuovi *benchmarks* e per i requisiti di *disclosure*. Questo interim report è stato seguito da una

consultazione pubblica; la relazione finale è stata pubblicata il 30 settembre<sup>150</sup>.

### **3. Modifiche del Regolamento (UE) n. 2016/1011**

Si riportano le principali modifiche previste dal regolamento (UE) 2019/2089:

- 1) all'art. 3, paragrafo 1, sono aggiunti i seguenti punti:**
- “23 bis) “Indice di riferimento UE di transizione climatica”: un indice di riferimento etichettato come indice UE di transizione climatica e che soddisfa i seguenti requisiti:*
- a) Le sue attività sottostanti sono selezionate, ponderate o escluse in modo che il portafoglio cui l'indice si riferisce segua una traiettoria di decarbonizzazione; 23 ter) “indice di riferimento*

---

<sup>150</sup> Sempre a giugno la Commissione Europea ha aggiornato le linee guida non vincolanti *non-binding guidelines* sulla comunicazione agli investitori delle informazioni sul cambiamento climatico da parte delle aziende. Le indicazioni costituiscono un supplemento alle linee guida che già accompagnano la Direttiva sulla rendicontazione non finanziaria o DNF (Direttiva 2014/95/UE); attualmente, la direttiva si applica a circa 6.000 società quotate, banche e compagnie di assicurazione). Le linee guida integrano le raccomandazioni della Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), istituita dal Financial Stability Board del G20, e si basano sul lavoro svolto dal TEG, che ha prodotto un report e ha lanciato una consultazione pubblica coinvolgendo una settantina di soggetti tra persone fisiche organizzazioni. La Commissione ha tenuto conto del report del TEG e dei risultati delle consultazioni per elaborare la versione finale delle linee guida. Uno degli elementi più significativi del documento è rappresentato dalla rilevanza attribuita sia alle informazioni in merito agli effetti del cambiamento climatico sulle imprese sia agli impatti delle attività aziendali sul clima. cfr Articolo di Federico Cosarsa “Come testimoniano anche le numerose iniziative condotte nel solo 2019, l’Unione Europea è sempre più impegnata sui temi della sostenibilità, in particolar modo ambientale: il punto su attività, risorse e iniziative dedicate al contrasto al cambiamento climatico”.

*UE allineato con l'accordo di Parigi*": un indice di riferimento etichettato come indice di riferimento che soddisfa i seguenti requisiti: -le attività sottostanti sono selezionate, ponderate o escluse in modo che le emissioni del portafoglio cui l'indice si riferisce siano allineate agli obiettivi dell'accordo di Parigi adottato nell'ambito della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici approvato dall'Unione il 5 ottobre 2016 (accordo di Parigi);

-è conforme al contenuto dell'art. 19 bis, par 2<sup>151</sup>; -le attività collegate alle sue attività sottostanti non danneggiano significativamente altri obiettivi ambientali, sociali e di governance (ESG environmental, social and governance )<sup>152</sup>;

23 quater) traiettoria di decarbonizzazione: una traiettoria misurabile, scientifica e temporalmente definita tesa all'allineamento con gli obiettivi dell'accordo di Parigi, di ridurre le emissioni di carbonio degli ambiti 1,2, e 3, all. III, punti 1) lettera e.

**2) all'art. 13,**

a) paragrafo 1, sono aggiunti i seguenti punti:

i) è aggiunta la lettera seguente: «d) una spiegazione del modo in cui gli elementi chiave della metodologia di cui alla lettera a) riflettono i fattori ESG per ciascun indice di riferimento o famiglia di indici di riferimento, **tranne per**

---

<sup>151</sup> Entro l'1 gennaio 2021, la Commissione adotta un atto delegato conformemente all'art. 19-bis, paragrafo 2, per quanto riguarda le norme minime dell'art. 3, paragrafo 1, punto 23-ter, che individua i settori da escludere in quanto privi di obiettivi misurabili e temporaneamente definiti per ridurre le emissioni di carbonio in linea con l'obiettivo di riscaldamento globale a lungo termine dell'accordo di Parigi.

<sup>152</sup> Cfr Appendix C: Esg Disclosure Factors, TEG Final Report on climate benchmarks and benchmarks'ESG disclosure - September 2019.

- quanto concerne gli indici di riferimento per i tassi di interesse e per le valute.»;*
- ii) è aggiunto il comma seguente: **«Gli amministratori di riferimento si conformano al requisito di cui al primo comma, lettera d), entro il 30 aprile 2020.»;**
- b) è inserito il paragrafo seguente: **«2 bis. Alla Commissione è conferito il potere di adottare atti delegati conformemente all'articolo 49 per integrare il presente regolamento fissando il contenuto minimo della spiegazione di cui al paragrafo 1), primo comma, lettera d), del presente articolo nonché il formato standard da utilizzare»;**
- 3) **nel titolo III è aggiunto il seguente capo: «CAPO 3 bis Indici di riferimento UE di transizione climatica e indici di riferimento UE allineati con l'accordo Parigi»** Articolo 19 bis - **Indici di riferimento UE di transizione climatica e indici di riferimento UE allineati con l'accordo Parigi**
1. **I requisiti di cui all'allegato III si applicano alla fornitura, e alla contribuzione, di indici di riferimento etichettati come indici di riferimento UE di transizione climatica e indici di riferimento UE allineati con l'accordo Parigi, in aggiunta ai requisiti di cui ai Titoli II, III e IV.**
  2. **Alla Commissione è conferito il potere di adottare atti delegati conformemente all'articolo 49 per integrare il presente regolamento fissando le norme minime per gli indici di riferimento UE di transizione climatica e gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo Parigi per specificare:**

- a) *i criteri per la scelta delle attività sottostanti, compresi, se del caso, eventuali criteri di esclusione delle attività;*
  - b) *i criteri e i metodi per la ponderazione delle attività sottostanti dell'indice di riferimento; 9.12.2019 IT Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 317/21 c) la determinazione della traiettoria di decarbonizzazione per gli indici di riferimento UE di transizione climatica.*
3. *Un amministratore di indici di riferimento che fornisce un indice di riferimento UE di transizione climatica o un indice di riferimento UE allineato con l'accordo di Parigi si conforma al presente regolamento entro il 30 aprile 2020. Articolo 19 ter - Requisiti degli indici di riferimento UE per la transizione climatica. Entro il 31 dicembre 2022, gli amministratori degli indici di riferimento UE per la transizione climatica selezionano, ponderano o escludono le attività sottostanti emesse da imprese che seguono una traiettoria di decarbonizzazione, conformemente ai seguenti requisiti:*
- i) *le imprese pubblicano gli obiettivi misurabili di riduzione delle emissioni di carbonio da raggiungere entro termini specifici;*
  - ii) *le imprese pubblicano una riduzione delle emissioni di carbonio che è disaggregata a livello delle controllate operative interessate;*
  - iii) *le imprese pubblicano ogni anno informazioni sui progressi compiuti nel conseguimento di tali obiettivi;*
  - iv) *le attività collegate alle attività sottostanti non danneggiano in modo significativo altri obiettivi ESG.*



**Articolo 19 quater - Esclusioni per gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi**

1. *Alla Commissione è conferito il potere di adottare un atto delegato conformemente all'articolo 49 per individuare, in relazione agli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi, i settori da escludere perché non hanno obiettivi misurabili di riduzione delle emissioni di carbonio con scadenze specifiche in linea con gli obiettivi dell'accordo di Parigi. La Commissione adotta tale atto delegato entro il 10 gennaio 2021, e lo aggiorna ogni tre anni.*
2. *Nel redigere l'atto delegato di cui al paragrafo 1, la Commissione tiene conto dei lavori del TEG.*

**Articolo 19 quinquies - Impegno a fornire indici di riferimento UE di transizione climatica Entro il 10 gennaio 2022**, «gli amministratori che sono ubicati nell'Unione e che forniscono indici di riferimento significativi determinati sulla base del valore di una o più attività o prezzi sottostanti, si adoperano per fornire uno o più indici di riferimento UE di transizione climatica.»;

- 4) *all'articolo 21, paragrafo 3, il terzo comma è sostituito dal seguente: «Al termine di tale periodo, l'autorità competente sottopone a riesame la sua decisione di imporre all'amministratore l'obbligo di proseguire la pubblicazione dell'indice di riferimento. L'autorità competente può, se necessario, estendere tale periodo di un opportuno periodo di tempo non superiore a 12 mesi. Il periodo massimo di amministrazione obbligatoria non supera cinque anni.»;*
- 5) *all'articolo 23 è modificato come segue: a) il paragrafo 6, il secondo comma è sostituito dal*

*seguinte: «Il periodo massimo di contribuzione obbligatoria di cui alle lettere a) e b) del primo comma non supera cinque anni.»; b) il paragrafo 10 è sostituito dal seguente: «10. Nel caso in cui la fornitura di un indice di riferimento debba essere cessata, ogni contribuente di dati per tale indice di riferimento sottoposto a vigilanza continua a effettuare la contribuzione di dati per il periodo stabilito dall'autorità competente, senza tuttavia superare il periodo massimo di 5 anni di cui al paragrafo 6.»;*

- 6) *all'articolo 27 sono inseriti i paragrafi seguenti: «2 bis. Entro il 30 aprile 2020, per ciascuno dei requisiti di cui al paragrafo 2, la dichiarazione sull'indice di riferimento contiene una spiegazione del modo in cui i fattori ESG si riflettono in ciascun indice di riferimento o famiglia di indici di riferimento forniti e pubblica-*

*ti. Per tali indici di riferimento o famiglie di indici di riferimento che non perseguono obiettivi ESG, è sufficiente che gli amministratori di indici di riferimento indichino chiaramente nella dichiarazione sull'indice di riferimento che essi non perseguono tali obiettivi. Se non sono disponibili indici di riferimento UE di transizione climatica o indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi nel portafoglio del singolo amministratore di indici di riferimento, o se il singolo amministratore di indici di riferimento non dispone di indici di riferimento che perseguono obiettivi ESG o tengono conto di questi ultimi, ciò è indicato nelle dichiarazioni sull'indice di riferimento di tutti gli indici di riferimento forniti da tale amministratore. Per quanto concerne gli indici di riferimento significativi in ambito azionario e*

*obbligazionario, nonché per gli indici di riferimento UE di transizione climatica e gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi, il fornitore di indici di riferimento pubblica una dichiarazione dettagliata in merito al fatto se sia garantito o meno, e in che misura, un grado complessivo di allineamento con l'obiettivo di ridurre le emissioni di carbonio o di conseguire gli obiettivi dell'accordo di Parigi, ai sensi delle norme in materia di informativa per i prodotti finanziari di cui all'articolo 9, paragrafo 3 del regolamento (UE) 2019/2088 del parlamento europeo e del Consiglio. **Entro il 31 dicembre 2021**, gli amministratori di indici di riferimento, per ciascun indice di riferimento o, qualora applicabile, per ciascuna famiglia di indici di riferimento, a eccezione degli indici di riferimento per i tassi di interesse e le valute, includono, nella loro dichiarazione sull'indice di riferimento, una spiegazione sul modo in cui la loro metodologia si allinea con l'obiettivo di riduzione delle emissioni di carbonio o consegue gli obiettivi dell'accordo di Parigi.*

*2 ter. Alla Commissione è conferito il potere di adottare atti delegati conformemente all'articolo 49 per integrare il presente regolamento specificando ulteriormente le informazioni da fornire nella dichiarazione sull'indice di riferimento di cui al paragrafo 2 bis del presente articolo, nonché il formato standard da utilizzare per i riferimenti ai fattori ESG, per consentire agli operatori di mercato di compiere scelte informate e per garantire la fattibilità tecnica alla conformità a tale paragrafo.*

*7) All'articolo 42, paragrafo 1, il primo comma è sostituito dal seguente: «1. Fatti salvi i poteri di vigilanza delle autorità competenti in conformità dell'articolo 41 e il diritto degli Stati membri di*

*infliggere sanzioni penali, gli Stati membri, in conformità della legislazione nazionale, dispongono che le autorità competenti abbiano il potere di infliggere sanzioni e altre misure amministrative adeguate quanto meno alle seguenti violazioni:*

- a) Qualsiasi violazione degli articoli 4,5,6 ,7,8,9,10,11,12,13,14,15,16, 19 bis, 19 ter, 19 quater, 21,23,24,25,26,27,28,29, o 34 qualora si applichino; e b) La mancata cooperazione o mancato adempimento n caso di indagine, ispezione o richieste disciplinate dall'articolo 41».*
- 8) *sostituzione dell'art. 49 - esercizio della delega conferita alla Commissione<sup>153</sup>.*
- 9) *l'articolo 51 è così modificato:*
- a) *sono inseriti i paragrafi seguenti:*
- 4 bis. Un fornitore di indici può continuare a fornire un indice di riferimento esistente che sia stato riconosciuto quale un indice di riferimento critico da un atto di esecuzione adottato dalla Commissione conformemente all'articolo 20, fino al 31 dicembre 2021 salvo e fino a che tale autorizzazione sia rifiutata.*

---

<sup>153</sup> Esercizio della delega 1. Il potere di adottare atti delegati è conferito alla Commissione alle condizioni stabilite nel presente articolo. 2. Il potere di adottare gli atti delegati di cui all'articolo 3, paragrafo 2, all'articolo 13, paragrafo 2-bis, all'articolo 19-bis, paragrafo 2, all'articolo 19-quater, paragrafo 1, all'articolo 20, paragrafo 6, all'articolo 24, paragrafo 2, all'articolo 27, paragrafo 2-ter, all'articolo 33, paragrafo 7, all'articolo 51, paragrafo 6, e all'articolo 54, paragrafo 3, è conferito alla Commissione per un periodo di cinque anni a decorrere dal 10 dicembre 2019. La Commissione elabora una relazione sulla delega di potere al più tardi l'11 marzo 2024. La delega di potere è tacitamente prorogata per ulteriori periodi di identica durata, a meno che il Parlamento europeo o il Consiglio non si oppongano a tale proroga al più tardi tre mesi prima della scadenza di ciascun periodo. 3. Le deleghe di potere di cui all'articolo 3, paragrafo 2, all'articolo 13, paragrafo 2-bis, all'articolo 19-bis, paragrafo 2, all'articolo 19-quater, paragrafo 1, all'articolo 20, paragrafo 6, all'articolo 24, paragrafo

*4 ter. Un indice di riferimento esistente che è stato riconosciuto quale un indice di riferimento critico da un atto di esecuzione adottato dalla Commissione in conformità dell'articolo 20, può essere utilizzato per strumenti finanziari, contratti finanziari o misurazioni della performance, sia nuovi che esistenti, di un fondo di investimento fino al 31 dicembre 2021, salvo e fino a che tale autorizzazione sia rifiutata;*

---

2, all'articolo 27, paragrafo 2-ter, all'articolo 33, paragrafo 7, all'articolo 51, paragrafo 6, e all'articolo 54, paragrafo 3, possono essere revocate in qualsiasi momento dal Parlamento europeo o dal Consiglio. La decisione di revoca pone fine alla delega di potere specificata in tale decisione. Gli effetti della decisione decorrono dal giorno successivo alla pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea o da una data successiva ivi specificata. Essa non pregiudica la validità degli atti delegati già in vigore. 4. Prima dell'adozione di un atto delegato la Commissione consulta gli esperti designati da ciascuno Stato membro nel rispetto dei principi stabiliti nell'accordo inter istituzionale «Legiferare meglio» del 13 aprile 2016. 9.12.2019 IT Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 317/23 5. Non appena adotta un atto delegato, la Commissione ne dà contestualmente notifica al Parlamento europeo e al Consiglio. 6. L'atto delegato adottato ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 2, dell'articolo 13, paragrafo 2-bis, dell'articolo 19-bis, paragrafo 2, dell'articolo 19-quater, paragrafo 1, dell'articolo 20, paragrafo 6, dell'articolo 24, paragrafo 2, dell'articolo 27, paragrafo 2-ter, dell'articolo 33, paragrafo 7, dell'articolo 51, paragrafo 6, o dell'articolo 54, paragrafo 3, entra in vigore solo se né il Parlamento europeo né il Consiglio hanno sollevato obiezioni entro il termine di tre mesi a decorrere dalla data in cui esso è stato loro notificato o se, prima della scadenza di tale termine, sia il Parlamento europeo che il Consiglio hanno informato la Commissione che non intendono sollevare obiezioni. Tale termine è prorogato di tre mesi su iniziativa del Parlamento europeo o del Consiglio..

*b) il paragrafo 5 è sostituito dal seguente:*

*5. A meno che la Commissione non abbia adottato una decisione di equivalenza ai sensi dell'articolo 30, paragrafi 2 o 3, o a meno che un amministratore non sia stato riconosciuto come tale ai sensi dell'articolo 32, o un indice di riferimento non sia stato avallato ai sensi*

*dell'articolo 33, l'utilizzo nell'Unione da parte di entità sottoposte a vigilanza di un indice di riferimento fornito da un amministratore con sede in un paese terzo, che è già utilizzato nell'Unione come indice di riferimento per strumenti finanziari, contratti finanziari o per misurare la performance di un fondo di investimento, è autorizzato solo per tali strumenti finanziari, contratti finanziari e misurazioni della performance di un fondo di investimento che sono già associati all'indice di riferimento nell'Unione, o che sono collegati a tale indice di riferimento esistente, prima del 31 dicembre 2021;*

- 10) *all'articolo 54, sono aggiunti i paragrafi seguenti:*
4. **Entro il 31 dicembre 2022**, la Commissione riesamina le norme minime degli indici di riferimento UE di transizione climatica e indici di riferimento UE allineati con l'accordo Parigi al fine di garantire che la selezione delle attività sottostanti sia coerente con gli investimenti ecosostenibili come definiti in un quadro normativo a livello di Unione.
  5. **Prima del 31 dicembre 2022**, la Commissione presenta al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione sull'impatto del presente regolamento e sulla fattibilità di un «indice di riferimento ESG», tenendo conto della natura evolutiva degli indicatori di sostenibilità e dei metodi utilizzati per misurarli. Tale relazione è corredata, se del caso, da una proposta legislativa.
  6. **Entro il 10 aprile 2020** la Commissione presenta al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione sull'impatto del presente regolamento sul

*funzionamento degli indici di riferimento dei paesi terzi nell'Unione, compreso il ricorso da parte degli amministratori di indici di riferimento di paesi terzi all'approvazione, al riconoscimento o all'equivalenza, nonché le potenziali carenze del quadro attuale. Tale relazione analizza le conseguenze dell'applicazione dell'articolo 51, paragrafi 4 bis, 4 ter e 4 quater agli amministratori degli indici di riferimento dell'Unione e di paesi terzi, anche in termini di parità di condizioni. Tale relazione valuta in particolare se sia necessario modificare il presente regolamento ed è corredata di una proposta legislativa, se del caso.”*





## Trasparenza Informativa e Finanza Sostenibile

Dott.ssa Aurelia Segreti \*

### 1. Responsabilità comunicativa delle società

La parola “co-muni-cazione” deriva dalla preposizione *cum* che significa “con”, insieme con la parola *munus* che significa “prestazione”, “incarico”, “dovere”, “obbligo” e la terminazione *atio* che si usa per i nomi astratti che indicano un’azione. La parola “comunicazione”, pertanto, ha il significato di “assumere l’incarico” (o “avere il dovere”), di mettere un valore (questa è l’azione che si offre) a servizio di qualcuno (questo giustifica il *con*), per cui il termine “comunicazione” assume un significato sociale da condividere.

Per questo motivo, quello che viene comunicato, deve essere chiaro e compreso da uno o più destinatari, attraverso un linguaggio, chiamato codice, condiviso. Diversamente la comunicazione dall’emittente non passa sul ricevente e diventa autoreferenziale, cioè è compresa solo dall’emittente stesso. Questo sistema comunicativo fa comprendere come la parola comunicazione sia legata a quella di responsabilità: chi comunica diventa responsabile della comprensione dei propri messaggi, orali o scritti.

La parola “responsabilità” deriva infatti dal latino *respondere*: *re* è il prefisso che significa “di nuovo”, “di rimando” e *pondere* che significa “assicurare l’altro”, “rendere ragione all’altro...” di quello che si dice o si fa, ma anche rispondere delle conseguenze di quello che si dice o si fa.

La comunicazione, quindi, è la prima azione di responsabilità di una società perché un progetto imprenditoriale vive e si sviluppa anche grazie a tutti i soggetti che ruotano intorno alla stessa (c.d. ‘*Stakeholder*’<sup>89</sup>), all’utilizzo delle

---

*\*Le opinioni dell'autore sono espresse a titolo personale e non coinvolgono l'Ente presso il quale lavora.*

risorse rese disponibili dal contesto, alla fiducia riposta dal mercato.

In particolare, dal punto di vista prettamente finanziario, il successo di progetti di sviluppo dipende, oltre che dalle risorse proprie di un'azienda, anche dal sostegno di chi dispone di risorse in eccedenza (risparmiatori/investitori), il quale è propenso alla loro condivisione solo se ha consapevolezza e aspettativa di creazione di valore.

## **2. Comunicare agli investitori: applicazione dei criteri**

### **ESG nelle scelte di investimento**

Negli ultimi anni è aumentata l'attenzione degli investitori istituzionali nei confronti di investimenti sostenibili e verso quelle realtà imprenditoriali che prestano attenzione a tematiche ambientali, sociali e di *governance*, sia per dimostrare la capacità di convertire la consapevolezza della sostenibilità in azioni di responsabilità che per effetto delle iniziative europee<sup>90</sup> tese a indirizzare in tali ambiti i comportamenti e le scelte degli operatori del mercato (fondi pensione, società di gestione del risparmio, società assicurative).

In tal modo, si assiste a una crescente tendenza degli inve-

---

<sup>89</sup>Stakeholder: Tutti i soggetti, individui od organizzazioni, attivamente coinvolti in un'iniziativa economica (progetto, azienda), il cui interesse è negativamente o positivamente influenzato dal risultato dell'esecuzione, o dall'andamento, dell'iniziativa e la cui azione o reazione a sua volta influenza le fasi o il completamento di un progetto o il destino di un'organizzazione (<http://www.treccani.it/enciclopedia/stakeholder/>).

<sup>90</sup> L'Unione Europea ha assunto una salda posizione nell'ambito dello sviluppo sostenibile e si è impegnata, insieme ai suoi paesi membri, a contribuire all'attuazione dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite, adottata dai leader mondiali nel 2015 allo scopo di conseguire uno sviluppo sostenibile entro il 2030 a livello mondiale. Nel novembre 2016 la Commissione europea ha illustrato il suo approccio strategico per l'attuazione dell'Agenda 2030, compresi gli obiettivi di sviluppo sostenibile, nell'ambito del documento COM/2016/0739final (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016DC0739&from=IT>).

stitori istituzionali a integrare le valutazioni di sostenibilità nel proprio processo decisionale di investimento (c.d. 'Finanza Sostenibile'), affiancando alla tradizionale analisi economico-finanziaria di un'azienda l'applicazione di criteri extrafinanziari, c.d. criteri ESG (*Environmental, Social, Governance*), e adottando una visione integrata di tutte le componenti di sviluppo di una società per valutarne l'affidabilità e la capacità di generare valore stabilmente nel tempo.

Pertanto, nelle valutazioni di un'azienda da parte degli investitori istituzionali, al fine di selezionare quella che può essere oggetto di investimento, si considerano anche i criteri ESG quali i CRITERI AMBIENTALI (per comprendere, ad esempio, l'impatto ambientale del business, le iniziative e gli investimenti a favore dell'ambiente, le strategie in tale ambito), i CRITERI SOCIALI (tra cui, a titolo di esempio, le condizioni di lavoro, le relazioni con i dipendenti, gli investimenti nel capitale umano, i rapporti con il territorio, gli impegni sociali) e i CRITERI DI GOVERNANCE (quali, la remunerazione dei manager, la diversità di genere, gli strumenti e le politiche di tutela delle minoranze, l'integrità dei componenti degli organi sociali e dell'alta direzione, l'attenzione al controllo rischi, la trasparenza dei bilanci, le misure di contrasto della corruzione e del riciclaggio).

Le aziende che soddisfano i criteri ESG presentano, infatti, una minore probabilità di incorrere in violazioni normative, di essere soggette a sanzioni amministrative, di

trovarsi coinvolte in procedimenti giudiziari, di subire danni di immagine, con effetti benefici sulla loro redditività e sulla stabilità dei prezzi di mercato. Le stesse, pertanto, sono in grado di generare nell'investitore prospettive economiche e attese di rendimento di lungo termine, più stabili e qualitativamente migliori.

L'analisi degli aspetti di sostenibilità da parte degli investitori istituzionali non si limita a un'analisi di tipo qualitativo, destinata solo ad esempio a escludere alcune imprese dall'universo investibile non considerate *compliant* in materia, ma si tratta di una vera e propria analisi integrata volta a tradurre in termini quantitativi gli indicatori di sostenibilità per misurarne l'impatto sull'azienda in termini di rischi e creazione di valore.

In tali evolute strategie di investimento, il mercato della finanza sostenibile, negli ultimi anni, sta registrando una crescita significativa a livello mondiale, europeo e italiano. Sono cresciute le masse gestite secondo strategie di investimento sostenibile e responsabile (c.d. 'SRI - *Sustainable and Responsible Investment*') e sono cresciuti gli operatori che integrano i criteri ESG nelle strategie e nelle scelte di investimento.

Il *Forum per la Finanza Sostenibile* ha pubblicato nel 2019 il Manuale "L'Unione Europea e la finanza sostenibile Impatti e prospettive per il mercato italiano"<sup>154</sup> dal quale

---

<sup>154</sup> Forum per la finanza sostenibile, 2019, "L'Unione Europea e la finanza sostenibile Impatti e prospettive per il mercato italiano" (<https://finanzasostenibile.it/attivita/union-europea-e-la-finanza-sostenibile-impatti-e-prospettive-per-il-mercato-italiano/>): manuale pubblicato nell'ambito di un progetto di ricerca sulla finanza sostenibile che ha coinvolto rappresentanti di diverse categorie di operatori finanziari italiani ed esperti di settore, coordinato dal Forum per la Finanza Sostenibile, allo scopo di approfondire le principali iniziative di policy sulla finanza sostenibile avviate dalle istituzioni europee e analizzare le potenziali implicazioni economico-finanziarie per il mercato italiano. <sup>92</sup> *Global Sustainable Investment Review 2018* (<http://www.gsi-alliance.org/>). Il *Global Sustainable Investment Allianc*

emerge, sulla base dei dati diffusi dal *Global Sustainable Investment Alliance*<sup>92</sup>, che a inizio 2018 i capitali investiti a livello globale secondo le strategie SRI ammontano a \$ 30,7 mila miliardi, che la crescita degli investimenti sostenibili e responsabili è stata del 34% in due anni e che la maggioranza degli investimenti si concentra in Europa, la quale rappresenta il 46% del mercato SRI globale, seguita dagli USA con il 39%. In particolare, in Europa gli asset sostenibili crescono al triplo della velocità di quelli tradizionali. A fine giugno 2019, il patrimonio investito in fondi ESG è cresciuto del 7% (a euro 1,06 trilioni rispetto a euro 992 miliardi di un anno prima) mentre, nello stesso periodo, il patrimonio degli altri fondi europei è cresciuto del 2%<sup>155</sup>.

In particolare, per quanto attiene gli operatori previdenziali (casce di previdenza, fondi pensioni, etc.), che sono quelli più chiamati a confrontarsi con orizzonti temporali di medio-lungo termine, da una indagine condotta nel 2019 dal Forum per la Finanza Sostenibile (FFS) è emerso che il 47% del campione preso di riferimento (costituito da 115 soggetti per un totale di € 219.462 milioni di masse gestite) applica strategie di investimento sostenibile<sup>156</sup>.

---

è il network che riunisce le organizzazioni di investitori orientati alla sostenibilità finanziaria con lo scopo di promuovere la conoscenza e la pratica degli investimenti sostenibili nel sistema finanziario e l'integrazione dei criteri di sostenibilità nei processi di investimento, in collaborazione con i *Sustainable Investment Forum* (SIF) attivi a livello locale (il mercato europeo è rappresentato da Eurosif).

<sup>155</sup> “*Gli asset sostenibili crescono al triplo della velocità di quelli tradizionali*”, pubblicato sulla pagina del sito internet di Morningstar il 31 luglio 2019 (<https://www.morningstar.it/it/news/194517/gli-asset-sostenibili-crescono-al-triplo-della-velocit%c3%a0-di-quelli-tradizionali.aspx>).

<sup>156</sup> Forum per la Finanza Sostenibile, 2019, “*Le politiche di investimento sostenibile e responsabile degli investitori previdenziali - 5ª edizione*” (<https://>

Più di recente, inoltre, anche il mondo *retail* si sta orientando verso la finanza sostenibile: nel citato Manuale pubblicato dal *Forum per la Finanza Sostenibile* si fa riferimento, sulla base dei dati diffusi da Eurosif<sup>157</sup>, a una crescita della quota *retail* sul mercato europeo che è passata dal 3,4% nel 2013 al 30,8% del 2017. Tale tendenza è imputabile sia alla crescente sensibilizzazione dell'opinione pubblica sui temi della sostenibilità sia all'orientamento dato in tale ambito dai consulenti e dagli intermediari finanziari nella prestazione di servizi di investimento, anche per effetto di evoluzioni normative in corso. La sostenibilità comincia a essere un concetto acquisito e di interesse generale: soprattutto i temi ambientali e sociali stanno sempre più guidando le scelte di consumo e stanno orientando le scelte di investimento. Dalla ricerca *Finer per Assogestioni* sugli investimenti socialmente responsabili, presentata al Salone del Risparmio 2019 nella conferenza "*L'Italia è pronta per la sostenibilità? Investimenti ESG, un cammino lungo 20 anni*", risulta che il target di clientela *retail* più sensibile ai temi di sostenibilità è "*quello dei millennial (i nati tra il 1980-2000) anche se, i più propensi agli investimenti, sono la generazione dei baby boomer (i nati tra il 1946-64)*"<sup>158</sup>. Tale ricerca, inoltre, considerando un campione di 1.700 individui (tra investitori finali, Consulenti Finanziari, Private Banker e Operatori Bancari, *fund selector* e gestori),

---

finanzasostenibile.it/attivita/operatori-previdenziali-e-investimento-sostenibile-5-edizione/).

<sup>157</sup> Eurosif, 2018, "*European SRI Study 2018*" (<http://www.eurosif.org/>). Eurosif è il *Sustainable Investment Forum* attivo a livello europeo, la cui missione è quella di sostenere la crescita degli investimenti socialmente responsabili nei mercati finanziari europei.

<sup>158</sup> Assogestioni, 2019, "*ESG/SRI: l'Italia è pronta. Investitori e professionisti chiedono più informazione e formazione*" (<https://www.assogestioni.it/articolo/esgri-litalia-e-pronta-investitori-e-professionisti-chiedono-piu-informazione-e-formazione>).

rileva le carenze informative e le conseguenti distorsioni conoscitive ancora in essere in materia di investimenti sostenibili e, quindi, evidenzia la crucialità e la centralità della trasparenza informativa.

Da un'indagine condotta dal Forum per la Finanza Sostenibile nel 2019<sup>159</sup> sulle scelte e sulle abitudini di investimento dei risparmiatori italiani, è emerso che un risparmiatore su tre considera rilevanti i temi ambientali: il 31% è infatti disponibile ad aumentare le masse investite in prodotti finanziari attenti a questi aspetti. La conoscenza dell'offerta di finanza sostenibile, però, si conferma ridotta: il 43% dei risparmiatori non ha mai sentito parlare di prodotti SRI. A breve, tuttavia, i distributori di prodotti finanziari dovranno includere i criteri ESG nella strutturazione della propria offerta (*product governance*) e nelle valutazioni di adeguatezza, come risultante dalla proposta di riforma della MIFID II sottoposta a pubblica consultazione dalla Commissione Europea in data 17 febbraio 2020 e fino al 20 aprile 2020<sup>160</sup>. I distributori, pertanto, dovranno fornire adeguate informazioni sugli strumenti finanziari sostenibili, integrando i fattori ESG nella descrizione della natura e dei rischi degli strumenti stessi, rilevare le preferenze ESG dei clienti in sede di profilatura, tener conto delle preferenze ESG dei clienti nella verifica di adeguatezza degli strumenti finanziari da offrire/raccomandare, rendicontare al cliente in che modo la propria raccomandazione soddisfi le sue preferenze ESG.

---

<sup>159</sup> Forum per la Finanza Sostenibile, 2019, “*Risparmiatori italiani e cambiamento climatico*” (<https://finanzasostenibile.it/attivita/risparmiatori-italiani-e-cambiamento-climatico/>).

<sup>160</sup> Commissione Europea, 17 febbraio 2020, “*Consultation document: Review of the MiFID II/MiFIR regulatory framework 17 February 2020*” (<https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12167-Review-of-the-regulatory-framework-for-investment-firms-and-market-operators-MiFID-2-1-/public-consultation>).

La finanza del futuro, infatti, deve muoversi nell'ambito dell'evoluzione culturale e di massa in corso: le società dovranno saper cogliere l'opportunità della finanza sostenibile e del cambiamento in atto nelle preferenze degli investitori per riuscire a canalizzare su se stesse i flussi di capitale che rinverranno dall'orientamento ESG degli investitori/risparmiatori e dalle evoluzioni normative in materia.

Quindi, anche le società dovranno integrare i criteri ESG nelle proprie scelte strategiche e informare costantemente il mercato delle stesse e della loro concreta attuazione, dimostrando rispetto e azioni di responsabilità verso l'ambiente, il sociale e le regole di *governance* che favoriscono la sostenibilità a medio/lungo termine del progetto imprenditoriale. Questa è la c.d. 'Responsabilità sociale delle imprese' (*Corporate Social Responsibility*) che nel Libro Verde della Commissione Europea del 2001<sup>161</sup>, è definita come “*l'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei rapporti con le parti interessate*”.

Nel terzo rapporto “C.d.A. e politiche di sostenibilità”, realizzato dal CSR Manager Network nel 2019 con riferimento all'esercizio 2018<sup>162</sup>, emerge che l'integrazione degli aspetti sociali e ambientali nella *corporate governance* delle aziende italiane sia in continua evoluzione e, soprattutto, in costante miglioramento. Il rapporto, frutto di un questionario rivolto alle principali aziende quotate in

---

<sup>161</sup> Commissione Europea, 2011, “Libro Verde” ([https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/deve/20020122/com\(2001\)366\\_it.pdf](https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/deve/20020122/com(2001)366_it.pdf)).

<sup>162</sup> CSR Manager Network, 2019, “C.d.A. e politiche di sostenibilità - terzo rapporto” (<http://www.csrmanagernetwork.it/attivita/ricerche.html>).

<sup>161</sup> Consob, pubblicazione annuale dei Rapporto sulla *Corporate Governance* sul sito istituzionale (<http://www.consob.it/web/area-pubblica/rapporto-sulla-corporate-governance>).



Italia (FTSE MIB) e dell'analisi dei documenti pubblicati dalle stesse, ha lo scopo di evidenziare il livello di considerazione degli aspetti sociali e ambientali nei relativi sistemi di *corporate governance*. Il documento, in particolare, evidenzia che sono cresciute le aziende del FTSE-MIB che hanno attribuito a un comitato, a volte anche dedicato in modo esclusivo alla sostenibilità, deleghe relative alle tematiche sociali e ambientali, e sono cresciute quelle che legano parte del compenso variabile dei membri del consiglio di amministrazione e del top management alle performance socio-ambientali.

Al riguardo, si evidenzia che la Consob pubblica annualmente il Rapporto sulla *Corporate Governance*<sup>101</sup> che fornisce statistiche e analisi in ordine, tra le altre, al trattamento delle tematiche di sostenibilità da parte delle società quotate italiane. In particolare, gli ambiti di particolare attenzione attengono i compiti e le responsabilità dei comitati delegati sulle questioni di sostenibilità, la relazione tra sostenibilità e politiche retributive di amministratori e dirigenti con responsabilità strategiche, l'equilibrio di generi nell'ambito degli organi societari, gli strumenti di tutela degli azionisti di minoranza. Dalla lettura di tali rapporti emergono tangibilmente le positive evoluzioni registrabili nelle società quotate italiane in materia di sostenibilità.

La responsabilità sociale dell'impresa, quindi, si sta sempre più traducendo nell'adozione di politiche e azioni concrete che sappiano conciliare gli obiettivi economici con quelli sociali, ambientali e di *governance* a tutela dei diversi portatori d'interesse (*stakeholder*).

Come evidenziato dalla prof.ssa Genovese<sup>163</sup>, Commissario Consob (all'epoca in funzione di Presidente Vicario), il 18 marzo 2019 in occasione della presentazione del Rapporto sulla *Corporate Governance* pubblicato dalla Consob con riferimento all'esercizio 2018 *“se alcuni temi sono cruciali per il Pianeta e per la coesione sociale, questi temi devono entrare anche nelle agende di chi gestisce grandi imprese azionarie”* e, pertanto, *“Si richiede in Europa, e non soltanto, un nuovo paradigma di inquadramento della funzione gestoria, più articolato e che tenga insieme ulteriori variabili. Il lungo termine come prospettiva temporale da prediligere, la sostenibilità come chiave di composizione delle tensioni, la responsabilità sociale come formula per assicurare lunga vita all'impresa, diventano gli ulteriori fattori da considerare per la gestione dell'impresa societaria, comunque rivolta al profitto”*.

In tale ambito, il primo fondamentale investimento non può che essere quello sulla trasparenza, attraverso la comunicazione e la rendicontazione di sostenibilità.

Saper fornire al mercato informazioni di qualità sui temi ESG può divenire uno strumento di raccolta di capitali perché favorisce l'attrazione e la fiducia del risparmiatore/investitore. Il tema della trasparenza informativa, pertanto, acquista particolare rilievo, sia per le società aperte al mercato, mediante ad esempio il Bilancio, che per le società in fase di quotazione, attraverso il Prospetto informativo.

### **3. Dichiarazione Informazioni Non Finanziarie quale**

---

<sup>163</sup> Consob, 2019, *“Commento del Commissario Anna Genovese - Rapporto 2019 sulla corporate governance delle società quotate italiane”* ([http://www.consob.it/documents/46180/46181/intervento\\_genovese\\_20190318.pdf](http://www.consob.it/documents/46180/46181/intervento_genovese_20190318.pdf)).

## **strumento di comunicazione al mercato**

Con la Direttiva 2014/95/UE<sup>164</sup> in materia di comunicazione di informazioni non finanziarie da parte degli enti di interesse pubblico (es. società quotate, banche, assicurazioni) di certe dimensioni, l'Unione Europea ha intrapreso un percorso di maggiore trasparenza dei Bilanci sugli aspetti chiave della sostenibilità delle imprese.

La Direttiva, recepita in Italia con il D.Lgs. 254/2016 e in vigore da inizio 2017, richiede la pubblicazione di una Dichiarazione di carattere Non-Finanziario (DNF), a integrazione della relazione annuale sulla gestione che accompagna il bilancio, con informazioni minime in ordine alle tematiche ESG (ambiente, politiche sociali e del personale, diritti umani, lotta alla corruzione, etc), ai principali rischi connessi ai suddetti temi e derivanti dalle attività dell'impresa, ai presidi adottati e alle modalità di gestione di tali rischi. Il Regolamento Consob n. 20267/2018, di attuazione del D.Lgs. 254/2016, definisce le modalità di pubblicazione della DNF, i compiti del revisore e il contenuto della relazione sulla dichiarazione non finanziaria, i criteri di esame delle DNF da parte della Consob. Nel 2018 sono state pubblicate le prime DNF relative all'esercizio 2017.

Inoltre, in materia, la Commissione Europea nel 2017 ha pubblicato degli orientamenti non vincolanti sulla metodologia di comunicazione delle informazioni non

---

<sup>164</sup> Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2014, recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni.

<sup>104</sup> Commissione Europea, 2017, "*Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario*" ([https://ec.europa.eu/info/publications/non-financial-reporting-guidelines\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/non-financial-reporting-guidelines_en)) - ([https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52017XC0705\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52017XC0705(01))).

finanziarie<sup>104</sup> che, a giugno 2019, sono state integrati con specifici orientamenti, sempre non vincolanti, sulle modalità di rendicontazione delle informazioni relative all’impatto che le azioni e le decisioni delle aziende hanno sul clima<sup>165</sup>.

L’obiettivo della disciplina è fornire agli investitori, al mercato e a tutti i possibili stakeholder informazioni chiare e complete in merito, *da un lato*, agli effetti delle tematiche ESG sulle imprese e, *dall’altro lato*, agli impatti delle attività aziendali sulle stesse, compreso la capacità dell’azienda di misura, gestire e presidiare tali impatti e i complessivi rischi.

Proprio per tale motivo, alla disciplina delle Informazioni Non Finanziarie è stato attribuito il ruolo di acceleratore delle scelte di business sostenibili e il reporting è stato considerato uno strumento di strategia e non solo di comunicazione.

A gennaio 2019 sono stati pubblicati i risultati di un’indagine condotta da KPMG e Nedcommunity, *“Informativa extra finanziaria: da compliance a governance strategica dei rischi e delle opportunità”*<sup>166</sup>, su come le imprese soggette alla Direttiva 2014/95/ UE, nel corso del 2018, si sono impegnate a predisporre una dichiarazione non finanziaria, nel rispetto dell’obbligo normativo.

---

<sup>165</sup> Commissione Europea, 2019, *“Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima”* ([https://ec.europa.eu/info/publications/non-financial-reporting-guidelines\\_en#climate](https://ec.europa.eu/info/publications/non-financial-reporting-guidelines_en#climate)) - ([https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52019XC0620\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52019XC0620(01))).

<sup>166</sup> KPMG e Nedcommunity, 2019, *“Informativa extra finanziaria: da compliance a governance strategica dei rischi e delle opportunità”* (<https://home.kpmg/it/it/home/insights/2019/01/informativa-extra-finanziaria-obbligo-rendicontazione.html>).

Dall'analisi, condotta su un campione di 205 aziende di differenti settori, è emerso l'attenzione delle società a rendicontare su tutti i temi ritenuti maggiormente significativi dal Decreto Legislativo 254/2016 di attuazione della direttiva e in particolare: personale (salute e sicurezza 75%, sviluppo capitale umano 72% e promozione della diversità 65% del campione); ambiente (*climate change* 58%, effi-

cienza energetica 57%, gestione dei rifiuti 43%); anticorruzione (62%); rapporti con la comunità (60%); tutela dei diritti umani (52%). Emerge inoltre che il 70% delle aziende analizzate ha deciso di dotarsi di almeno una politica formalizzata relativa agli ambiti previsti dal Decreto.

A ottobre 2019 la Fondazione per lo Sviluppo Sostenibile ha condotto un'indagine<sup>167</sup> per valutare le modalità e la qualità con cui gli aspetti ambientali vengono trattati nelle Dichiarazioni Non Finanziarie delle imprese italiane, considerando un campione di 130 società delle oltre 200 obbligate a rendicontare informazioni non finanziarie nel rispetto del D.Lgs. 254 del 2016. Dall'indagine è emerso che per il 68% delle imprese il cambiamento climatico è un tema strategicamente rilevante e il 92% rendiconta le proprie emissioni di gas serra. Solo il 17% delle imprese del campione, però, riporta un *target* di riduzione delle emissioni.

Anche lo Studio pubblicato dalla Consob nel 2019 con riferimento all'esercizio 2018 "*Non-financial information as a driver of transformation Evidence from Italy*"<sup>168</sup>, mostra che, a fronte di una forte consapevolezza da parte del *bord* della rilevanza delle tematiche non finanziarie e dell'impatto dirompente che possono avere sulla *governance*, sui modelli di business e sulle strategie adottate dalla società, il coinvolgimento dei consiglieri

---

<sup>167</sup> Fondazione per lo Sviluppo Sostenibile, 2019, "*La green economy nel reporting non finanziario*" ([www.fondazionevilupposostenibile.org/wp-content/uploads/dlm\\_uploads/Risultati-dellindagine-La-Green-economy-nel-reporting-non-finanziario.pdf](http://www.fondazionevilupposostenibile.org/wp-content/uploads/dlm_uploads/Risultati-dellindagine-La-Green-economy-nel-reporting-non-finanziario.pdf)).

<sup>168</sup> Consob, 2019, "*Non-financial information as a driver of transformation Evidence from Italy*" (<http://www.consob.it/documents/46180/46181/Sost2018.pdf/c87d3f84-2b68-45e9-a389-5b21f8cef7f>).

nelle attività necessarie per la realizzazione di tali cambiamenti sono ancora limitati. In particolare, dall'analisi emerge che la maggior parte delle imprese ha operato essenzialmente in ottica di *compliance* e poche realtà hanno colto l'occasione offerta dalla Direttiva per avviare un processo di trasformazione in grado di coinvolgere modelli di *business*, *governance* e strategie. Su tali risultanze assume un certo peso la qualità delle informazioni e delle comunicazioni rivolta al mercato nonché della complessiva trasparenza aziendale.

A inizio febbraio 2020, la *Task Force on Climate-related Reporting*, avviata in seno all'European Lab,<sup>169</sup> ha pubblicato un *report* dedicato alla comunicazione di informazioni non finanziarie legate al clima da parte delle aziende<sup>170</sup>. Il documento fornisce un'analisi delle buone pratiche per la rendicontazione delle analisi di scenario legate al rischio climatico e include esempi virtuosi in materia di *reporting* all'interno delle quattro aree tematiche individuate nel 2017 dalla *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) del *Financial Stability Board*: a) *governance*; b) strategia; c) gestione del rischio climatico; d) metriche e obiettivi. Anche tale indagine rileva carenze informative rispetto al monitoraggio, alla gestione dei rischi climatici e all'integrazione dei temi legati al clima nei processi aziendali e negli obiettivi

---

<sup>169</sup> L'European Lab è stato istituito dall'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) in attuazione dell'obiettivo di miglioramento delle comunicazioni sui temi di sostenibilità da parte delle aziende previsto nel Piano d'Azione della Commissione Europea di marzo 2018. Il compito dell'European Lab è quello di facilitare il dialogo tra aziende, investitori e altre parti interessate e di pubblicare report riguardanti il contenuto e i risultati di tale dialogo.

<sup>170</sup> European Reporting Lab - Project Task Force on Climate Related Reporting, 2020, "*How to improve climate - Related Reporting*" (<http://www.efrag.org>).

strategici. In particolare, tra le principali criticità rilevate dalla Task Force rientra la diffusione da parte delle aziende di informazioni troppo generiche, che si rilevano un ostacolo alla valutazione della reportistica aziendale da parte degli utenti, l'assenza di connessioni esplicite tra le informazioni legate al clima e le informazioni aziendali tradizionali, la non completezza di alcune informazioni divulgate dalle imprese, come quelle relative all'orizzonte temporale dei rischi o la metodologia utilizzata per la valutazione degli stessi.

La maggior parte delle società, pertanto, non sempre è in grado di comunicare la capacità di restituire più risorse di quante ne assorbe, di trasformare i rischi in opportunità e di creare valore nel tempo, impattando in tal modo sulle aspettative degli investitori. Il *report* sulle tematiche ESG sembra ancora troppo rispondere essenzialmente a un obbligo di legge più che a uno strumento strategico e di comunicazione al mercato. La responsabilità sociale di una impresa, però, va oltre il rispetto di prescrizioni di legge e individua pratiche e comportamenti che un'impresa adotta nella convinzione di ottenere dei risultati che possano arrecare stabilmente benefici e vantaggi a se stessa e al contesto interno ed esterno in cui opera.

Diverse criticità nella trasparenza e nella confrontabilità delle informazioni non finanziarie sono riconducibili anche all'assenza di *standard* unici di rendicontazione per tutte le imprese. La normativa, infatti, lascia libere le società di adottare gli *standard* che tiene più opportuni. Di recente sono stati tradotti in italiano i *GRI Standards*<sup>171</sup> proprio allo

---

<sup>171</sup> Global Reporting Initiative -Sustainability Reporting Standard GRI - traduzione in italiano, pubblicata sul sito [www.globalreporting.org/standards/gri-standards-translations/gri-standards-italian-translations-download-center/](http://www.globalreporting.org/standards/gri-standards-translations/gri-standards-italian-translations-download-center/).

<sup>172</sup> London Stock Exchange Group e Borsa Italiana, 2017, “*Your guide to ESG reporting - Guidance for issuers on the integration of ESG into investor reporting and communication*”



scopo di favorire l'applicazione dei medesimi criteri da parte delle società quotate.

Nell'ambito dell'informativa al mercato da parte delle società, si inserisce altresì la guida al *Reporting ESG* di Borsa Italiana<sup>112</sup>, pubblicata il 9 febbraio 2017, con l'obiettivo di fornire alle società quotate delle raccomandazioni di *best practice* per la rendicontazione volontaria al mercato su tematiche ambientali (*Environmental*), sociali (*Social*) e di *Governance*, nella consapevolezza che le considerazioni ESG stanno indirizzando sempre più le decisioni di investimento a livello globale.

Comunicare il proprio impegno di sostenibilità e rendicontare le proprie performance di natura extra-finanziaria agli investitori istituzionali e ai diversi attori della comunità finanziaria (analisti, ESG research provider, ecc.) dovrà rientrare tra le priorità delle società in quanto ne aumenta la visibilità e la reputazione e facilita l'accesso ai canali di finanziamento.

Nonostante la Direttiva 2014/95/UE, e le relative norme di attuazione, si applichi solo alle società di grandi dimensioni, le PMI, su base volontaria, cominciano a redigere bilanci di sostenibilità come elemento distintivo.

Una società ESG è capace di attrarre investitori e talenti, di fidelizzare i rapporti con gli *stakeholder*, di condividere con altre aziende gli stessi principi strategici e criteri di gestione, di trovare più facilmente partner commerciali.

Pertanto, il percorso della qualità della comunicazione al mercato sembra essere stato intrapreso e nei prossimi anni si ci attendono grossi risultati.

---

([https://www.borsaitaliana.it/notizie/news/iniziativa-mercato/esgguida\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/notizie/news/iniziativa-mercato/esgguida_pdf.htm)).

Se, però, la finanza è chiamata ad assumere un ruolo di primo piano nel processo di orientamento degli investimenti verso modelli di crescita attenti alle tematiche ESG, consentendo in tal modo all'Unione Europea di continuare il percorso volto a favorire uno sviluppo economico sostenibile, intrapreso a seguito della sottoscrizione dell'Accordo di Parigi sul clima<sup>172</sup> e dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite (*Sustainable Development Goals* - SDGs<sup>173</sup>), non si può rimettere la trasparenza all'iniziativa delle singole società e sono necessari gli interventi dei regolatori per favorire l'armonizzazione delle regole alla base della comunicazione di informazioni non finanziarie. Entro tale prospettiva, a dicembre 2019, l'Esma ha prodotto un *report*<sup>174</sup> che raccomanda alla Commissione Europea di accrescere la qualità delle informazioni non finanziarie delle società operanti sul mercato dei capitali, anche con DFN più complete, più standardizzate e più integrate con l'informazione finanziaria di bilancio. Sulla base di tale report, il 21 febbraio 2020, la Commissione Europea ha

---

<sup>172</sup> Trattato internazionale sottoscritto da 195 Stati nell'ambito della ventunesima sessione annuale della Conferenza delle Parti della Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici (UNFCCC), svoltasi a Parigi il 12 dicembre 2015. L'impegno principale degli Stati firmatari consiste nel contenere l'incremento delle temperature globali ben al di sotto dei 2 gradi Celsius (°C) rispetto ai livelli pre-industriali, e di fare il possibile per limitarne l'aumento a 1,5°C.

<sup>173</sup> *Sustainable Development Goals* (SDGs) ossia gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile che sono gli obiettivi per il 2030 concordati dagli Stati membri delle Nazioni Unite nell'ambito dell'Agenda Globale per lo Sviluppo Sostenibile, approvata a settembre 2015. Gli obiettivi sono 17 e sono articolati in 169 target. Lo scopo è affrontare le sfide poste dal cambiamento climatico e ridurre qualunque forma di povertà o disuguaglianza, garantendo la sostenibilità economica, ambientale e sociale delle comunità umane nel lungo periodo.

<sup>174</sup> In tema di divulgazione di informazioni non finanziarie, si fa rinvio anche al Report ESMA30-22-762 del 18 dicembre 2019 "*Undue short-term pressure on corporations*".

avviato una pubblica consultazione ai fini di una possibile revisione della Direttiva in materia di DFN (Direttiva 2014/95/UE).

#### **4. Prospetto Informativo quale strumento di comunicazione al mercato da parte di società chiuse**

Come già anticipato, la trasparenza e la comunicazione costituiscono pietre miliari anche per le società chiuse e, in particolare, per quelle che si avvicinano al mercato dei capitali. In tale ambito, un ruolo importante è rivestito dal Prospetto, pubblicato dalle società, ai sensi della disciplina europea applicabile<sup>175</sup>, in caso di offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni.

Al riguardo, si evidenzia che gli schemi di Prospetto di offerta/quotazione, definiti dal Regolamento UE 980/2019<sup>176</sup>, non prevedono informazioni specifiche in materia di sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* nonostante la crescente attenzione alle tematiche ESG da parte degli investitori.

Più in dettaglio, il Considerando 54 del Regolamento Prospetto UE 1129/2017<sup>177</sup> fa riferimento alle tematiche ambientali, sociali e di governo societario in termini di

---

<sup>175</sup> Regolamento UE 1129/2017, Regolamento Delegato UE 979/2019, Regolamento Delegato UE 980/2019 e successive modifiche e integrazioni.

<sup>176</sup> Regolamento Delegato (UE) 2019/980 della Commissione del 14 marzo 2019 che integra il regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda il formato, il contenuto, il controllo e l'approvazione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga il regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione.

<sup>177</sup> Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE.

rischio e, in particolare, cita: “*L’obiettivo primario che si intende raggiungere con l’inclusione dei fattori di rischio nel prospetto è assicurare che gli investitori compiano una valutazione informata di tali rischi e che assumano quindi decisioni di investimento in piena conoscenza dei fatti. I fattori di rischio dovrebbero quindi limitarsi ai rischi significativi e specifici per l’emittente e i suoi titoli e che sono avvalorati dal contenuto del prospetto. [...] Tra l’altro, anche circostanze di tipo ambientale, sociale e di governo societario possono costituire rischi specifici e significativi per l’emittente e i suoi titoli e, in tal caso, dovrebbero essere rese note*”. Solo gli schemi di prospetto relativo ai titoli di capitale (allegati 1 e 24 del Regolamento Delegato UE 980/2019) richiamano le informazioni non finanziarie nella descrizione delle strategie e degli obiettivi e nel resoconto della situazione gestionale e finanziaria della società.

In particolare, il punto 5.4 dell’allegato 1 del Regolamento UE 980/2019 richiede la “*Descrizione della strate-*

*gia e degli obiettivi aziendali dell'emittente, sia finanziari che non finanziari (se del caso). La descrizione prende in considerazione le sfide e le prospettive future dell'emittente".*

Nel punto 7.1.1 del medesimo allegato, con riferimento al resoconto dell'andamento, dei risultati dell'attività dell'emittente e della sua situazione per ogni esercizio e periodo infrannuale per cui sono rese informazioni finanziarie relative agli esercizi passati, si precisa che: *"Nella misura necessaria alla comprensione dell'andamento, dei risultati dell'emittente o della sua situazione, l'analisi deve comprendere indicatori chiave di prestazione sia finanziari che, se del caso, non finanziari pertinenti per l'attività specifica dell'emittente. L'analisi deve includere, ove opportuno, riferimenti agli importi indicati nel bilancio annuale e ulteriori precisazioni in merito a tali importi".*

L'allegato 1, inoltre, circoscrive l'ambito informativo degli impatti ambientali facendo riferimento alla *"Descrizione di eventuali problemi ambientali che possono influire sull'utilizzo delle immobilizzazioni materiali da parte dell'emittente"* (punto 5.7.4 dell'allegato 1).

L'allegato 24 del Regolamento UE 980/2019, relativo allo schema di prospetto per la crescita<sup>178</sup> per i titoli di capitale, fa riferimento alle informazioni non finanziarie richiedendo una *"Descrizione della strategia e degli obiettivi aziendali strategici dell'emittente (sia finanziari che non finanziari, ove presenti). La descrizione prende in considerazione le sfide e le prospettive future dell'emittente"* (punto 2.2.1 dell'allegato 24).

---

<sup>178</sup> Il *Prospetto UE della crescita* è previsto dall'articolo 15 del Regolamento UE 1129/2017, come modificato dal Regolamento UE 2019/2115. Tale articolo 15 prevede un regime informativo proporzionato al fine di agevolare l'accesso delle PMI al finanziamento nei mercati dei capitali nell'Unione.

Il medesimo allegato, nel richiamare le informazioni non finanziarie nell'ambito dell'analisi gestionale e finanziaria della società, fa espresso riferimento all'ambiente e al personale. In particolare, prevede *“L'analisi comporta, nella misura necessaria alla comprensione dell'andamento, dei risultati o della situazione dell'emittente, sia gli indicatori chiave di prestazione finanziari sia, se del caso, quelli non finanziari pertinenti per l'attività specifica dell'impresa, comprese le informazioni attinenti all'ambiente e al personale. L'analisi deve contenere, ove opportuno, riferimenti agli importi indicati nel bilancio annuale e ulteriori precisazioni in merito a tali importi”* (punto 2.5.1 dell'allegato 24).

Nessuna espressa richiesta è formulata nel citato allegato 24 in ordine alle problematiche ambientali, diversamente da quanto accade nell'allegato 1 seppur entrambi riferiti all'emissione di titoli di capitale.

Per quanto concerne la previsione dei sopra indicati allegati 1 e 24 del Regolamento UE 980/2019 di considerare, nell'analisi dell'andamento gestionale, informazioni non finanziarie anche includendo *“riferimenti agli importi indicati nel bilancio annuale”*, si precisa che, le società chiuse, tra cui quelle che richiedono l'ammissione a quotazione per la prima volta (*Inizial Public Offering*), non essendo ancora enti di interesse pubblico, non sono sottoposte agli obblighi informativi previsti dalla Direttiva 2014/95/UE e, quindi, non sono chiamate a fornire una dichiarazione di carattere non finanziario nella relazione annuale sulla gestione che accompagna il bilancio. Pertanto i requisiti informativi richiesti in tale ambito dagli schemi di prospetto sono generalmente disattesi.

Gli altri schemi di prospetto relativi ai titoli diversi dai titoli di capitale non fanno alcun esplicito riferimento a

informazioni non finanziarie o a tematiche ESG. Lo stesso si dica per il Regolamento Delegato (UE) 979/2019 che definisce, in attuazione del Regolamento Prospetto UE 1129/2017, tra l'altro, le informazioni finanziarie chiave da rendere nella nota di sintesi del prospetto<sup>179</sup>.

In mancanza, quindi, di espliciti obblighi informativi in ordine alle tematiche ESG nell'ambito della disciplina prospetto, è nell'interesse delle società, soprattutto in fase di ammissione a quotazione, riportare nel prospetto informazioni in tema di sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* che possano attrarre investitori e possano essere incluse nei relativi processi valutativi e nelle proprie strategie di investimento di medio/lungo termine, nonché essere oggetto di analisi ed evidenza nelle ricerche di mercato pubblicate dagli analisti.

In particolare, nell'ambito del prospetto gli *item* di interesse in materia di sostenibilità sono rappresentati dalla descrizione del *business* (soprattutto in termini di utilizzo, smaltimento e riciclo delle risorse disponibili), degli obiettivi strategici, delle regole e delle politiche di *governance*, degli investimenti conclusi, in corso o futuri, delle ragioni dell'offerta/quotazione e della destinazione dei proventi, dei rischi connessi a circostanze di tipo ambientale, sociale e di governo societario, compresi i rischi di mancata adozione di politiche a favore dei fattori ESG (protezione ambientale, responsabilità sociale e trattamento dei dipendenti, rispetto dei diritti umani, anticorruzione, etc), nonché degli obblighi di rendicontazione al mercato. Ciò fornisce spunto per evidenziare l'importanza per le società di accompagnare le ammissioni a quotazione con aumenti di capitale sociale

---

<sup>179</sup> Regolamento Delegato (UE) 2019/979 Della Commissione del 14 marzo

che siano, almeno in parte, destinati a investimenti sostenibili.

Anche la disciplina prospetto, però, non può non contribuire al programma di riforma dei mercati finanziari<sup>121</sup> avviato

---

2019 che integra il regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative alle informazioni finanziarie chiave nella nota di sintesi del prospetto, alla pubblicazione e alla classificazione dei prospetti, alla pubblicità relativa ai titoli, ai supplementi al prospetto e al portale di notifica, e che abroga i regolamenti delegati (UE) n. 382/2014 e (UE) 2016/301 della Commissione.

<sup>121</sup> Commissione Europea, 2016, *Unione dei mercati dei capitali - Accelerare le*

dalle istituzioni europee e non può non rientrare in uno dei dieci punti del Piano d'Azione sulla finanza sostenibile della Commissione Europea<sup>122</sup>, lanciato a marzo 2018, tra i cui principali obiettivi si annovera l'orientamento dei flussi di capitale verso un'economia più sostenibile e la promozione della trasparenza.

Il prospetto, infatti, può favorire il dialogo investitore-impresa e contribuire alla consapevolezza necessaria per supportare le decisioni di investimento di medio/lungo termine.

Il 6 febbraio 2020 l'Esma<sup>123</sup> ha pubblicato la propria strategia in materia di finanza sostenibile (*Esma22-105-1052 - Strategy on sustainable finance*<sup>124</sup>) nella quale evidenzia in che modo includerà i fattori ESG nelle proprie attività supportando la crescita della finanza sostenibile e contribuendo, nel contempo, alla protezione degli investitori e alla stabilità dei mercati. Le priorità chiave per l'ESMA comprendono obblighi di trasparenza, analisi del rischio su obbligazioni verdi, investimenti ESG,



convergenza delle prassi nazionali di vigilanza sui fattori ESG, tassonomia.

Il Regolamento *Disclosure*<sup>125</sup>, definito a livello europeo allo scopo di rendere omogenee le informazioni da rendere agli investitori finali circa i rischi di sostenibilità e circa la promozione dei fattori ESG nelle attività di investimento finan-

---

*riforme*, COM(2016) 601.

<sup>122</sup> Commissione Europea, 2018 “*Commission Action Plan on Financing Sustainable Growth*” (<https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-sustainable-growth>).

<sup>123</sup> *European Securities and Markets Authority* - ESMA, è l’Autorità europea che coordina la vigilanza dei mercati finanziari, cui obiettivo è quello di migliorare la protezione degli investitori e promuovere mercati finanziari stabili e ordinati (<https://www.esma.europa.eu/>).

<sup>124</sup> Esma, 2020, “*Esma22-105-1052 - Strategy on sustainable finance*” (<https://www.esma.europa.eu/policy-activities/sustainable-finance>).

<sup>125</sup> Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, entrato in vigore in data 29 dicembre 2019 e le cui norme avranno attuazione dal 10 marzo 2021.

ziario, non impatta sulle informazioni rese nel prospetto e incide esclusivamente a livello di servizi di investimento. In particolare, il regolamento pone a carico dei partecipanti ai mercati finanziari (fondi di investimento, fondi pensione, imprese di assicurazione, banche) e dei consulenti finanziari l’obbligo di informare, in via precontrattuale e continuativa, gli investitori finali in ordine alle politiche sull’integrazione dei rischi ESG nel processo decisionale relativo agli investimenti e alle misure di gestione del rischio di sostenibilità, che dovrà includere anche una valutazione degli impatti che tale rischio potrebbe avere sul rendimento. Obiettivo del regolamento è l’armonizzazione della trasparenza informativa, sia *ex ante* che per tutto il periodo dell’investimento, allo scopo altresì di favorire la

comparabilità dei diversi prodotti e promuovere la maggiore consapevolezza tra gli investitori.

## **5. Compiti di vigilanza in tema di comunicazione/trasparenza informativa ESG**

In tema di trasparenza, qualità, accuratezza, correttezza e comparabilità informativa si inserisce l'attività di vigilanza delle autorità di controllo nazionali ed europee. Uno dei principali compiti di tali autorità è quello di presidiare campagne *window dressing* da parte delle società, ossia la diffusione di informazioni di marketing su progetti che non hanno contenuti realmente sostenibili, e di collaborare nella convergenza delle prassi di vigilanza nazionali sui fattori ESG.

Per quanto attiene più in dettaglio la Dichiarazione delle Informazioni Non Finanziarie (DNF), le Autorità di vigilanza sono chiamate a verificare l'adempimento degli obblighi di trasparenza definiti dalla Direttiva, come recepita a livello nazionale, l'osservanza delle disposizioni normative, la pubblicità del documento, la completezza delle informazioni rese e la loro attendibilità e, a tal fine, dispone di potere di richiedere interventi correttivi. L'Autorità, inoltre, ha il potere di impartire sanzioni agli Amministratori, responsabili delle informazioni non finanziarie, ai Sindaci, che hanno il compito di verificare che la Dichiarazione sia fatta a norma di legge, e ai Revisori legali, chiamati ad assicurarsi che gli standard dichiarati sono stati applicati correttamente.

Al riguardo, si evidenzia che nel Piano Strategico della Consob 2019-2021 è ricompreso il seguente obiettivo strategico: *Accompagnare le imprese nel processo di applicazione della nuova normativa sull'informazione non*

*finanziaria favorendo l'introduzione delle tematiche Environmental, Social and Governance (ESG).*

Il ruolo della vigilanza delle Autorità nell'ambito della sostenibilità è stato ben raffigurato nel corso del Convegno del 25 ottobre 2018 “*Finanza sostenibile e responsabilità sociale d'impresa*” dalla prof.ssa Genovese<sup>180</sup>, Commissario Consob (all'epoca in funzione di Presidente Vicario), che ha annunciato “*I compiti di vigilanza sulle informazioni pubbliche circa la sostenibilità dei modelli di business delle principali imprese italiane rappresentano per la CONSOB una sfida, ma anche una opportunità. La sfida consiste nel riuscire a svolgere adeguata vigilanza, assicurando ottimali livelli di complessivi di osservanza delle disposizioni in materia di DNF. L'opportunità è quella di potere seguire più da vicino i processi di profonda trasformazione in cui è impegnata l'economia reale per la transizione verso uno sviluppo economico più sostenibile e inclusivo.*”.

Naturalmente ancora molto si ci attende a livello europeo e nazionale da parte degli organi regolatori, delle competenti Autorità e delle stesse società per arrivare alla completa realizzazione del nono obiettivo del citato Piano di Azione UE volto a migliorare qualità e trasparenza della rendicontazione non finanziaria delle imprese e per omogenizzare le prassi di vigilanza in materia di sostenibilità, con l'obiettivo ultimo di realizzare una trasparenza che sia, al contempo, “informativa” e “costruttiva”.

---

<sup>180</sup> Consob, 2018, intervento della prof.ssa Genovese al convegno “*Finanza sostenibile e responsabilità sociale d'impresa*” ([www.consob.it/documents/46180/46181/convegno\\_genovese\\_20181025.pdf/adf14381-328b-4e8e-92c6-9ca1e1b3534d](http://www.consob.it/documents/46180/46181/convegno_genovese_20181025.pdf/adf14381-328b-4e8e-92c6-9ca1e1b3534d)).

# Commento alla Direttiva UE 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio: la politica di remunerazione e la trasparenza

*Prof. Avv. Pier Paolo Poggioni*

## 1. Overview

La direttiva “*Shareholders’ Rights II*”<sup>127</sup> ha integrato la

---

<sup>127</sup> “1. Entrata in vigore il 10/06/2019 ed attuata con D.lgs. 49/2019. Ai sensi dell’articolo 2, par. 1, della Direttiva, gli Stati membri dovevano recepirne i contenuti entro il 10 giugno 2019, fatta eccezione per le disposizioni riguardanti l’identificazione degli azionisti, la trasmissione delle informazioni e l’agevolazione dell’esercizio dei diritti degli azionisti (articoli 3-bis, 3-ter e 3-quater), per le quali il recepimento deve concludersi entro 24 mesi dalla data di adozione dei relativi atti di esecuzione della Commissione europea. A seguito dell’adozione in data 3 settembre 2018 del Regolamento di esecuzione (CE) 2018/1212, il termine ultimo per il recepimento delle citate disposizioni è pertanto il 3 settembre 2020. Destinatari: Società con azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato. Ambito oggettivo: Identificazione degli azionisti; trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto; coinvolgimento dei soci nella definizione delle politiche di remunerazione; trasparenza e controllo da parte degli azionisti sulle operazioni con parti correlate. Contenuto dell’atto: Considerando 29: “La politica di remunerazione dovrebbe contribuire alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e non dipendere in tutto o in parte da obiettivi a breve termine. I risultati degli amministratori dovrebbero essere valutati utilizzando criteri sia finanziari sia non finanziari, inclusi, ove del caso, fattori ambientali, sociali e di governo”. Art. 9-bis “Diritto di voto sulla politica di remunerazione”, par. 6: “La politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo.” Quando la società riconosce una remunerazione variabile, “[l]a politica di remunerazione indica i criteri da utilizzare basati sui risultati finanziari e non finanziari, tenendo conto, se del caso, dei criteri relativi alla responsabilità sociale d’impresa”. Considerando 20: stabilisce che i gestori degli attivi forniscano sufficienti informazioni all’investitore istituzionale al fine di consentirgli di valutare “se e in che modo il gestore

*agisce nell'interesse superiore a lungo termine dell'investitore e se il gestore degli attivi attua una strategia che per-*

precedente direttiva 2007/36/CE nell'ottica sollecitatoria all'assunzione di impegni a lungo termine degli azionisti. Si inserisce in quell'obiettivo di uniformare i meccanismi di gestioni societarie nell'ambito dell'Unione Europea. Tale esigenza è stata e viene sentita rivolgendo una particolare attenzione alle prerogative dei *shareholders*, soprattutto se istituzionali, in tema di diritti e coinvolgimento. Il “considerando” 2 della Direttiva individua l'esigenza sopravvenuta e che ha condotto alla emanazione della direttiva: *“La crisi finanziaria ha messo in evidenza che, in molti casi, gli azionisti hanno sostenuto l'assunzione di rischi eccessivi a*

---

*mette un efficiente impegno degli azionisti [...] Tale comunicazione dovrebbe comprendere la relazione sui principali rischi materiali a medio e lungo termine associati agli investimenti del portafoglio, incluse le questioni di governo societario e altri rischi a medio e lungo termine. Considerando 22: “Il gestore di attivi dovrebbe inoltre informare l'investitore istituzionale se il gestore di attivi adotti decisioni di investimento sulla base di una valutazione dei risultati a medio e lungo termine della società partecipata, compresi i risultati non finanziari, e in caso affermativo secondo quali modalità”. Art. 3-octies, paragrafo 1: gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono tenuti a sviluppare e comunicare al pubblico “una politica di impegno che descriva le modalità con cui integrano l'impegno degli azionisti nella loro strategia di investimento. La politica descrive le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario [...]”. Art. 3-nonies, paragrafo 2: l'investitore istituzionale comunica al pubblico, tra le altre informazioni, in che modo l'accordo con il gestore di attivi “incentiva il gestore degli attivi a prendere decisioni di investimento basate sulle valutazioni relative ai risultati finanziari e non finanziari a lungo e medio termine della società partecipata e a impegnarsi con le società partecipate al fine di migliorarne i risultati a medio e lungo termine [...]”. Art. 3-decies, paragrafo 1: il gestore di attivi deve comunicare annualmente all'investitore istituzionale con cui ha stipulato gli accordi “in che modo la sua strategia d'investimento e la relativa attuazione rispettano tale accordo e contribuiscono al rendimento a medio e lungo termine degli attivi dell'investitore istituzionale o del fondo. [...] Tale comunicazione comprende anche informazioni sulla questione se, e in caso*

*affermativo in che modo, adottano decisioni di investimento sulla base di una valutazione dei risultati a medio e lungo termine della società partecipata, compresi i risultati non finanziari, e sulla questione se e, in caso affermativo, quali conflitti di interessi sono sorti in connessione con le attività di impegno e il modo in cui i gestori di attivi li hanno affrontati”.*

*breve termine da parte dei dirigenti. Inoltre, vi sono prove evidenti della frequente inadeguatezza e dell'attenzione troppo incentrata sui rendimenti a breve termine dell'attuale livello di “controllo” delle società partecipate e di impegno degli investitori istituzionali e dei gestori degli attivi, che possono condurre a un governo societario e a risultati non ottimali”.* La Direttiva fa divenire strutturale il coinvolgimento degli investitori istituzionali nelle dinamiche di impresa. Ciò si traduce in un pieno e diretto coinvolgimento degli investitori istituzionali nei meccanismi di *corporate governance* con un riscoperto ruolo di partecipazione attiva e ciò nell'ottica di un concreto bilanciamento degli interessi sociali.

In quest'ottica, è stato ritenuto prerequisito necessario rendere trasparente la compagine societaria e, pertanto, l'identificazione dei soci ai fini del necessario “scambio informativo” tra azionisti e public company. Elemento ritenuto imprescindibile, attese le complesse catene di intermediazione spesso caratterizzanti le partecipazioni societarie. Corollario operativo di questa esigenza, è la necessità che la società quotata identifichi i propri soci attraverso l'obbligo per gli intermediari di comunicare alla società stessa determinate informazioni riguardanti i predetti soci. All'avvenuta identificazione, i soci acquisiscono il diritto di ricevere informazioni sulle prerogative connesse alla detenzione delle azioni. Occorre osservare che la Direttiva, prevedendo che gli Stati membri possano derogare al predetto obbligo di identificazione degli azionisti che detengano “solo un numero ridotto di azioni”, prospetta una possibile disparità nel trattamento

dei vari detentori sulla base del requisito quantitativo. In tal modo privilegiando determinate caratteristiche dimensionali e, pertanto, i detentori di maggior spessore, soprattutto se istituzionali.

La Direttiva, inoltre, si occupa della problematica del ritenuto auspicabile coinvolgimento dei soci nella determinazione delle remunerazioni dei *manager* - da identificarsi con gli amministratori, i direttori generali e i dirigenti apicali - nel tentativo di individuare l'equilibrio tra i diversi interessi e cioè tra quelli dei *manager* - retribuzioni più elevate e conservazione dell'incarico - e quelli degli azionisti, tesi al miglioramento delle *performances* sociali. In tale contesto si è inserita la SHRD II, la quale, con lo scopo di incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti e di aumentare la trasparenza della società e degli investitori, disciplina il “*Diritto di voto sulla politica di remunerazione*” e la “*Relazione sulla remunerazione*”, rispettivamente agli articoli 9-*bis* e 9-*ter*.

L'annosa contrapposizione tra *shareholders primacy* e *directors primacy* trova così una sua risoluzione nel concedere ai primi il diritto di interloquire sulle politiche di remunerazione degli amministratori onde evitare - o limitare - comportamenti opportunistici di questi ultimi e, contestualmente, pervenire a una responsabilizzazione degli azionisti.

È da osservare che la Direttiva si propone di pervenire a un livellamento - a standard più elevati - delle discipline nazionali relative, da un lato, alle società quotate di “diritto comune” e - dall'altro - a quelle soggette a vigilanza quali le banche e le assicurazioni (quest'ultime rispettivamente regolate dal Cap. 2, Tit. IV, della Circolare 285 Banca d'Italia “*Disposizioni di vigilanza per le banche*” - e dal

reg. Isvap del 9 giugno 2011, n. 39).

## 2. Politica di remunerazione

L'articolo 3 del D.Lgs. n. 49/2019 di recepimento della Direttiva, modifica la Parte IV (Titolo III, Capo II) del TUF in merito alla relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti e introduce la sezione sulla trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto. Il comma 1 dell'articolo 3 modifica l'articolo 123-ter del TUF<sup>128</sup>, introdotto per dare attuazione alle raccomandazioni

---

<sup>128</sup> “D.Lgs. 24/02/1998, n. 58: *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52. Pubblicato nella Gazz. Uff. 26 marzo 1998, n. 71, S.O.: Art. 123-ter Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti* “1. *Almeno ventuno giorni prima della data dell'assemblea prevista dall'articolo 2364, secondo comma, o dell'assemblea prevista dall'articolo 2364bis, secondo comma, del codice civile, le società con azioni quotate mettono a disposizione del pubblico una relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti, presso la sede sociale, sul proprio sito Internet e con le altre modalità stabilite dalla CONSOB con regolamento.* 2. *La relazione è articolata nelle due sezioni previste ai commi 3 e 4 ed è approvata dal consiglio di amministrazione. Nelle società che adottano il sistema dualistico la relazione è approvata dal consiglio di sorveglianza, su proposta, limitatamente alla sezione prevista dal comma 4, lettera b), del consiglio di gestione.* 3. *La prima sezione della relazione illustra in modo chiaro e comprensibile: a) la politica della società in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche con riferimento almeno all'esercizio successivo e, fermo restando quanto previsto dall'articolo 2402 del codice civile, dei componenti degli organi di controllo; b) le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tale politica.* 3-bis. *La politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo. Fermo quanto previsto dal comma 3-ter, le società sottopongono al voto dei soci la politica di remunerazione di cui al comma 3 con la cadenza richiesta dalla durata della politica definita ai sensi del comma 3, lettera a), e comunque almeno ogni tre anni o in occasione di modifiche della politica medesima. Le società attribuiscono compensi solo in conformità con la politica di remunerazione da ultimo approvata dai soci. In presenza di circostanze eccezionali le società possono derogare temporaneamente alla politica di*



remunerazione, purché la stessa preveda le condizioni procedurali in base alle quali la deroga può essere applicata e specifichi gli elementi della politica a cui si può derogare. Per circostanze eccezionali si intendono solamente situazioni in cui la deroga alla politica di remunerazione è necessaria ai fini del perseguimento degli interessi a lungo termine e della sostenibilità della società nel suo complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato. 3-ter. La deliberazione prevista dal comma 3-bis è vincolante. Qualora l'assemblea dei soci non approvi la politica di remunerazione sottoposta al voto ai sensi del comma 3-bis la società continua a corrispondere remunerazioni conformi alla più recente politica di remunerazione approvata dall'assemblea o, in mancanza, può continuare a corrispondere remunerazioni conformi alle prassi vigenti. La società sottopone al voto dei soci una nuova

---

politica di remunerazione al più tardi in occasione della successiva assemblea prevista dall'articolo 2364, secondo comma, o dell'assemblea prevista dall'articolo 2364-bis, secondo comma, del codice civile. 4. La seconda sezione della relazione, in modo chiaro e comprensibile e, nominativamente per i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, i direttori generali e in forma aggregata, salvo quanto previsto dal regolamento emanato ai sensi del comma 8, per i dirigenti con responsabilità strategiche: a) fornisce un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, compresi i trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, evidenziandone la coerenza con la politica della società in materia di remunerazione relativa all'esercizio di riferimento; b) illustra analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma dalla società e da società controllate o collegate, segnalando le eventuali componenti dei suddetti compensi che sono riferibili ad attività svolte in esercizi precedenti a quello di riferimento ed evidenziando, altresì, i compensi da corrispondere in uno o più esercizi successivi a fronte dell'attività svolta nell'esercizio di riferimento, eventualmente indicando un valore di stima per le componenti non oggettivamente quantificabili nell'esercizio di riferimento; b-bis) illustra come la società ha tenuto conto del voto espresso l'anno precedente sulla seconda sezione della relazione. 5. Alla relazione sono allegati i piani di compensi previsti dall'articolo 114-bis ovvero è indicata nella relazione la sezione del sito Internet della società dove tali documenti sono reperibili. 6. Fermo restando quanto previsto dagli articoli 2389 e 2409-terdecies, primo comma, lettera a), del codice civile, e dall'articolo 114-bis, l'assemblea convocata ai sensi dell'articolo 2364, secondo comma, ovvero dell'articolo 2364-bis, secondo comma, del codice civile, delibera in senso favorevole o contrario sulla seconda sezione della relazione prevista dal comma 4. La deliberazione non è vincolante. L'esito della votazione è posto a disposizione del pubblico ai sensi dell'articolo 125-quater, comma 2. 7. La Consob con regolamento, adottato sentite Banca d'Italia e Ivass per quanto concerne i soggetti

*rispettivamente vigilati e nel rispetto di quanto previsto dalla normativa europea di settore, indica le informazioni da includere nella prima sezione della relazione e le caratteristiche di tale politica in conformità con l'articolo 9-bis della direttiva 2007/36/CE e nel rispetto di quanto previsto dal paragrafo 3 della raccomandazione 2004/913/CE e dal paragrafo 5 della raccomandazione 2009/385/CE. 8. La Consob, con il regolamento adottato ai sensi del comma 7, indica altresì le informazioni da includere nella seconda sezione della relazione, nel rispetto di quanto previsto dall'articolo 9-ter della direttiva 2007/36/CE. La CONSOB può: a) individuare i dirigenti con responsabilità strategiche per i quali le informazioni sono fornite in forma nominativa; b) differenziare il livello di dettaglio delle informazioni in funzione della dimensione della società. 8-bis. Il soggetto incaricato di effettuare la revisione legale del bilancio verifica l'avvenuta predisposizione da parte degli amministratori della seconda sezione della relazione. 8-ter. Rimangono ferme le disposizioni previste in materia di remunerazioni da normative di settore. ”.”.*

della Commissione Europea in materia di remunerazione degli amministratori di società quotate. È previsto, in tale ottica, che tali società mettano a disposizione del pubblico, almeno 21 giorni prima dell'assemblea di approvazione del bilancio, una relazione sulla remunerazione, approvata dal consiglio di amministrazione e articolata in due sezioni, di cui la prima dedicata alla politica della società in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione e la seconda dedicata alle voci che compongono tale remunerazione.

Il contenuto specifico di entrambe le sezioni della relazione, sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti, è affidato alla regolamentazione secondaria adottata dalla Consob, sentite Banca d'Italia e Ivass per i soggetti rispettivamente vigilati (nuovo art. 123-ter, commi 7 e 8).

Secondo le nuove disposizioni, la politica di remunerazione è al servizio del perseguimento degli interessi a lungo termine e della sostenibilità della società, connotando la strategia aziendale, e deve dar conto delle modalità in cui tale contributo viene fornito. La sottoposizione al voto dei soci della politica di remunerazione avviene almeno ogni

tre anni o in occasione di modifiche della politica medesima. Tale politica, inoltre, deve essere chiara e comprensibile e descrivere le diverse componenti della remunerazione fissa e variabile, compresi tutti i *bonus* e altri benefici in qualsiasi forma che possono essere riconosciuti agli amministratori e ne deve indicare la proporzione relativa. La remunerazione variabile trova esplicazione nella politica di remunerazione attraverso criteri chiari, esaustivi e differenziati ai fini del riconoscimento della stessa indicando altresì i criteri da utilizzare basati sui risultati finanziari e non finanziari. Tiene conto, se del caso, dei criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa e spiega in quale modo essi contribuiscano agli obiettivi prefissati. Precisa, inoltre, le informazioni su eventuali periodi di differimento e sulla possibilità per la società di richiedere la restituzione della remunerazione variabile.

La politica di remunerazione, altresì, deve spiegare come è stato tenuto conto del compenso e delle condizioni di lavoro dei dipendenti della società nella determinazione della politica di remunerazione.

Le società potranno attribuire compensi solo in consonanza con la politica di remunerazione da ultimo approvata dai soci. Il nuovo comma 3-*ter* dell'art. 123-*ter* TUF prevede infatti che il voto dell'Assemblea sulla prima sezione della relazione (e dunque sulla politica di remunerazione) abbia natura *vincolante* e non più solo consultiva: è evidente la stretta rispetto al precedente regime.

La Direttiva, peraltro, consente - in presenza di "circostanze eccezionali" - di derogare e alla politica di remunerazione adottata, salvo il ripristino al termine del periodo in deroga: ciò, tuttavia, deve essere sorretto da motivazione.

Qualora la remunerazione sia strutturata su azioni, la politica deve precisare, altresì, i periodi di maturazione e il mantenimento delle azioni dopo l'attribuzione spiegando come contribuisca agli obiettivi prefissati.

La politica di remunerazione deve, inoltre, riportare la durata dei contratti o degli accordi con gli amministratori e il periodo di preavviso applicabile, le principali caratteristiche della pensione integrativa o dei regimi di pensionamento anticipato nonché le condizioni di cessazione e i pagamenti connessi alla cessazione. Essa è tenuta a spiegare il processo decisionale adottato per la sua definizione, revisione e attuazione, comprese le misure volte a evitare o a gestire i conflitti d'interesse e, se del caso, il ruolo del comitato per la remunerazione o di altri comitati interessati.

La Direttiva prevede, attraverso apposito meccanismo, la c.d. *'Say on pay'*; gli azionisti, cioè, esprimono un proprio parere sulla remunerazione in due occasioni: un primo voto sulla politica di remunerazione che riguarda il quadro generale di remunerazione degli amministratori e un secondo voto sulla relazione sulla remunerazione concessa nell'esercizio finanziario precedente.

La Direttiva dispone che, dopo la votazione dell'assemblea generale sulla politica di remunerazione, la stessa debba essere immediatamente pubblicata, congiuntamente alla data e ai risultati del voto, sul sito *web* della società e debba rimanere accessibile gratuitamente al pubblico almeno per tutto il periodo di applicabilità. Tale previsione nell'ottica della accresciuta necessità di trasparenza della società con correlativa maggiore responsabilità dei manager.

Ciò dovrebbe prevenire la possibile elusione dei requisiti previsti dalla Direttiva e assicurare la fedeltà degli amministratori alla società. In tale ottica è stato rilevato come sarebbe opportuno prevedere che tale onere

pubblicitario sia imposto anche ad altre imprese appartenenti allo stesso gruppo.

Per quanto riguarda, invece, la relazione sulla remunerazione, l'art. 9-*ter* della Direttiva prevede che gli Stati membri siano tenuti ad assicurare che la società rediga una comprensibile relazione sulla remunerazione che ne fornisca un quadro completo, compresi tutti i benefici in qualsiasi forma, riconosciuta o dovuta nel corso dell'ultimo esercizio ai singoli amministratori, inclusi gli amministratori recentemente assunti e gli ex amministratori, conformemente alla politica di remunerazione di cui all'articolo 9-*bis*.

Tuttavia, per le piccole e medie imprese - come definite, rispettivamente, all'articolo 3, paragrafi 2 e 3, della Direttiva 2013/34/ UE - gli Stati membri, in alternativa al voto, possono prevedere che la relazione sulla remunerazione dell'ultimo esercizio interessato, sia sottoposta a discussione in occasione dell'assemblea generale annuale come punto separato all'ordine del giorno; in questo caso, la società è tenuta a spiegare nella successiva relazione sulla remunerazione come abbia tenuto conto della discussione nell'assemblea generale. Il revisore legale o l'impresa di revisione contabile verificano l'osservanza della Direttiva.

In un'ottica di maggiore trasparenza, il Decreto ha optato per la scelta di mantenere l'obbligo di rappresentare i compensi corrisposti non solo dalla quotata e dalle società del relativo gruppo, ma altresì dalle società collegate. La nuova disciplina troverà applicazione alle relazioni che dovranno essere pubblicate in occasione delle assemblee di approvazione dei bilanci relativi agli esercizi finanziari aventi inizio a partire dall'1 gennaio 2019. L'individuazione delle informazioni da includere nella politica di remunerazione e delle caratteristiche di quest'ultima è demandata alla Consob, la quale potrebbe

dunque rivedere lo schema di relazione attualmente contenuto nell'Allegato 3A al Regolamento Emittenti.

La disciplina introdotta dal D.Lgs. n. 49/2019 fa testualmente riferimento a qualsivoglia *modifica* della politica, mentre la corrispondente previsione contenuta nell'art. 9-*bis*, paragrafo 5, della SHRD (come introdotto dalla SHRD 2), fa riferimento alle sole modifiche *rilevanti*. Il punto era stato evidenziato in sede di consultazione da Assonime e Confindustria, ove si condivideva la soluzione di prevedere di sottoporre la politica di remunerazione al voto consultivo almeno ogni 3 anni, e comunque in occasione di una sua modifica, ma al contempo si suggeriva “di limitare tale ultima previsione alle modifiche rilevanti”, come indicato nella Direttiva. Ciò non è stato chiarito nel testo del decreto legislativo. Nella relazione illustrativa allo Schema di D.Lgs., si precisava che “*la sottoposizione della politica di remunerazione a una nuova votazione in caso di modifiche dei suoi contenuti che non siano meramente formali o chiarimenti redazionali è coerente con il quadro di maggior flessibilità complessivamente delineato e con l'esigenza di limitare il rischio di variazioni della politica in assenza del coinvolgimento dei soci*”, lasciando quindi intendere come solo le modifiche *sostanziali* debbano essere sottoposte al voto dei soci, senza tuttavia esprimersi sulla *rilevanza* delle stesse. La precisazione contenuta nella Relazione illustrativa è stata ribadita nell'ambito della audizione del Vice Direttore Generale della Consob Giuseppe D'Agostino innanzi alla Camera dei Deputati, XIV Commissione permanente (Politiche dell'Unione Europea), nel cui contesto è stato osservato che “[i]l voto dei soci è altresì richiesto in occasione di modifiche della politica che, come chiarito nella relazione illustrativa allo schema di decreto, non siano meramente formali o

*chiaramente redazionali”* (cfr. Atto del Governo n. 071 del 6 marzo 2019, p. 15).

Con riferimento a remunerazioni corrisposte sulla base di politiche approvate, sia pure con voto non vincolante, prima dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni, sussistono due approcci interpretativi. Da un lato, in assenza di diverse indicazioni al riguardo (se del caso anche di fonte secondaria), viene valorizzato il tenore letterale della norma, che quindi ne imporrebbe l'applicazione sin dal 2020; ciò sembrerebbe astrattamente compatibile con il sistema adottato nel nostro ordinamento, che già prevede(va) un vaglio preventivo dell'assemblea sulla politica di remunerazione. Altra interpretazione è quella assumente che il voto consultivo sulla seconda sezione divenga applicabile con riferimento alle remunerazioni corrisposte sulla base di politiche approvate secondo il nuovo regime, e cioè con il voto vincolante dell'assemblea.

Sul punto occorrerà dunque verificare quali saranno le prassi interpretative e applicative della nuova disposizione e se la Consob fornirà chiarimenti al riguardo.

Per il caso in cui il voto assembleare non sia favorevole, il nuovo comma 3-ter dell'art. 123-ter dispone quindi che la società debba continuare a corrispondere remunerazioni *“conformi alla più recente politica di remunerazione approvata dall'assemblea”* o che, in mancanza, possa continuare a corrispondere remunerazioni *“conformi alle prassi vigenti”*. Tale punto è rilevante e foriero di problematiche di coordinamento con le disposizioni in materia di operazioni con parti correlate che, a oggi, prevedono che le procedure dei singoli emittenti possano escludere, in tutto o in parte, dall'applicazione delle disposizioni del Regolamento n. 17221/2010 - fermi gli obblighi informativi previsti dall'art. 5, comma 8, del Regolamento medesimo - le deliberazioni in materia di

remunerazione degli amministratori e dei consiglieri investiti di particolari cariche nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche a condizione che, tra l'altro, la remunerazione assegnata sia coerente con la politica sottoposta al voto dell'assemblea.

In caso di voto negativo, l'emittente sarà comunque tenuto a sottoporre al voto dei soci una nuova politica di remunerazione *al più tardi* in occasione della successiva assemblea annuale chiamata ad approvare il bilancio.

Infine, il nuovo comma 8-*bis* dell'art. 123-*ter* del TUF attribuisce al soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti il compito di verificare l'avvenuta predisposizione, da parte degli amministratori, della seconda sezione della relazione sulla remunerazione. Tale obbligo è peraltro specificamente presidiato dal nuovo comma 1-*sexies* dell'art. 193 TUF, ai sensi del quale nei confronti del revisore che ometta di verificare l'avvenuta predisposizione della seconda sezione della relazione sulla remunerazione è applicabile una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 10.000 a euro 100.000.

In relazione a tale tema sanzionatorio, il D.Lgs. n. 49/2019 ha introdotto un nuovo comma 1.1 all'art. 192-*bis* TUF, ora rubricato "*Sanzioni amministrative in tema di informazioni sul governo societario e di politica di remunerazione e compensi corrisposti*", ai sensi del quale nei confronti (i) delle società quotate che violano le disposizioni previste dall'art. 123-*ter* TUF e dalle relative disposizioni attuative, nonché (ii) nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di direzione o di controllo, "*qualora la loro condotta abbia contribuito a determinare la violazione delle disposizioni sopra richiamate da parte della società*" è applicabile la sanzione amministrativa pecuniaria da euro 10.000 a euro 150.000. In questo caso, l'elemento ulteriore che qualifica - rendendola (astrattamente) sanzionabile - la condotta degli



*amministratori e dei sindaci* è diverso da quello previsto, per gli amministratori, dal nuovo art. 192-*quinquies* TUF con riguardo alle sanzioni applicabili per la violazione delle disposizioni in materia di operazioni con parti correlate. Per quanto concerne i sindaci occorrerà invece comprendere quale sia il rapporto tra tale nuova specifica sanzione e quella - generale - ricavabile dall'art. 193, comma 3, TUF.

### **3. Informazioni ai soci**

L'art. 3, comma 4, del D.Lgs. n. 49/2019 è intervenuto sulla tempistica di presentazione delle domande *ante* assemblea, fissando tempi più lunghi rispetto a quelli attualmente previsti. Allo stato è previsto che l'avviso di convocazione debba indicare il termine entro il quale possono essere presentate domande prima dell'assemblea, fermo restando che tale termine non può essere anteriore (i) a tre giorni precedenti la data dell'assemblea (in prima o in unica convocazione), e in questo caso l'emittente può fornire le risposte al più tardi in assemblea, ovvero (ii) a cinque giorni prima della data dell'assemblea (in prima o in unica convocazione), qualora l'avviso di convocazione preveda che le risposte siano fornite dalla società prima dell'assemblea; in questo caso l'emittente deve fornire le risposte almeno due giorni prima dell'assemblea, anche mediante pubblicazione in una apposita sezione del sito *internet* della società.

Il novellato comma 1-*bis* dell'art. 127-*ter* TUF, che troverà applicazione con riferimento alle assemblee il cui avviso di convocazione sarà pubblicato a decorrere dall'1 gennaio 2020, prevede ora che il termine fissato dall'avviso di convocazione non possa essere anteriore a: (i) *cinque giorni di mercato aperto* prima dell'assemblea (in prima o in unica

convocazione), in questo caso l'emittente potrà (continuare) a fornire risposta, al più tardi, direttamente in assemblea, ovvero (ii) entro la c.d. 'record date' (i.e. entro il termine del settimo giorno di mercato aperto precedente la data dell'assemblea), qualora l'avviso di convocazione preveda che la società risponda alle domande prima dell'assemblea. In tale caso, in continuità con il regime attuale, l'emittente dovrà fornire le risposte almeno due giorni prima dell'assemblea, anche mediante pubblicazione in una apposita sezione del sito *internet* della società. In questa seconda ipotesi, la comunicazione attestante la titolarità del diritto di voto - che legittima la presentazione di domande - dovrà essere fornita alla società entro il terzo giorno successivo alla 'record date'. Il riferimento ai giorni di "mercato aperto" è stato inserito in sede di approvazione finale del D.Lgs. n. 49/2019, anche alla luce delle osservazioni pervenute sul testo dello Schema di D.Lgs. da parte delle Commissioni Riunite II (Giustizia) e VI (Finanze), che suggerivano al Governo di precisare come il termine di cinque giorni precedente l'assemblea dovesse intendersi come cinque giorni *lavorativi*. Tale precisazione va incontro alle esigenze degli emittenti che, nel vigore dell'attuale previsione - che non fa riferimento ai giorni lavorativi/di mercato aperto, ma ai giorni di calendario - si trovano in molti casi a dover predisporre le risposte alle domande *ante* assemblea (anche) durante giorni non lavorativi.

#### **4. I “fattori ambientali” richiamati dal “considerando 29”**

Atteso l'espresso riferimento, nel “considerando 29” e nella disciplina correlata, della necessaria osservanza, se del caso

- di “fattori ambientali”, occorre osservare che L’Europa è ormai definitivamente orientata verso la messa in pratica dell’obiettivo di rendersi climaticamente neutrale.

La Commissione Europea, come discusso in Parlamento il 14 gennaio 2020, ha presentato una proposta dettagliata sui meccanismi del finanziamento del Green Deal con l’obiettivo di attrarre almeno 1000 miliardi di investimenti pubblici e privati nei prossimi dieci anni. Ciò nell’ottica della trasformazione dell’Unione Europea in una economia climaticamente neutrale entro il 2050. Secondo le stime della Commissione europea, il raggiungimento dell’obiettivo intermedio di riduzione del 40% dei gas serra entro il 2030 richiederà un investimento annuo aggiuntivo di 260 miliardi di euro. Circa metà dei fondi dovrebbe provenire dal bilancio UE - ad esempio dai programmi che contribuiscono a progetti climatici e ambientali, dai fondi per l’agricoltura, dal Fondo europeo di sviluppo regionale, dal Fondo di coesione e da programmi come Orizzonte Europa e LIFE.

Inoltre, verranno mobilitati ulteriori 114 miliardi di euro tramite un cofinanziamento degli stati membri e dovrebbero entrare in circolazione circa € 300 miliardi di investimenti privati e pubblici grazie agli incentivi di InvestEU e ai fondi di innovazione e modernizzazione. Secondo le stime della Commissione europea altri € 100 miliardi verranno attratti dal nuovo Meccanismo per una transizione giusta, ideato per sostenere le regioni e le comunità maggiormente interessate dalla transizione verso un’economia sostenibile. Il Meccanismo si baserà su tre pilastri: il Fondo per una transizione giusta (sette miliardi e mezzo di euro), il flusso di finanziamenti di InvestEU e i prestiti della Banca europea per gli investimenti sostenuti dal bilancio UE.

Si stima che tutti questi strumenti attrarranno € 100 miliardi di investimenti pubblici e privati che potranno

essere utilizzati per insegnare nuove competenze ai lavoratori e prepararli ai lavori del futuro, sostenere nuove opportunità di impiego, investire nell'energia pulita e nell'isolamento termico delle abitazioni.

## **5. Trasparenza**

Anche per quel che riguarda la trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto, la Direttiva n. 2017/828 introduce nel testo della Direttiva n. 2007/36 un intero Capo I-ter, costituito dagli artt. 3-ostie - 3-duodecies, che detta regole in merito a diversi aspetti. Si tratta di un intervento regolatorio di ampio respiro, il cui approccio viene declinato, sui differenti versanti e implicazioni, nei considerando (14)-(27) della Direttiva. La nuova disciplina riguarda in particolare: (a) l'obbligo di comunicazione al pubblico, per investitori istituzionali e gestori di attivi, della propria politica di impegno; (b) l'obbligo di comunicazione al pubblico, per gli investitori istituzionali, relativamente ai principali elementi della propria strategia di investimento azionario nonché in merito a eventuali accordi conclusi con gestori di attivi; (c) regole di trasparenza per i gestori di attivi; (d) misure di trasparenza anche per i consulenti in materia di voto.

Vi è un adeguamento del TUF con la introduzione nel Capo II del Titolo III della Parte IV, una nuova, articolata Sezione I-ter costituita dagli artt. 124-ter -124-novies<sup>181</sup>.

---

<sup>181</sup> “D.Lgs. 24/02/1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52. Sezione I-ter: Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto.

**Art. 124-quater Definizioni e ambito applicativo** In vigore dal 10 giugno 2019  
1. Nella presente sezione si intendono per a) “gestore di attivi”: le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono direttamente i propri patrimoni, e i soggetti autorizzati in Italia a prestare il servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lettera d); b) “investitore istituzionale”: 1) un'impresa di assicurazione o di riassicurazione

---

*come definite alle lettere u) e cc) del comma 1 dell'articolo 1 del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, incluse le sedi secondarie in Italia di imprese aventi sede legale in uno Stato terzo, autorizzate ad esercitare attività di assicurazione o di riassicurazione nei rami vita ai sensi dell'articolo 2, commi 1 e 2, del medesimo decreto; 2) i fondi pensione con almeno cento aderenti, che risultino iscritti all'albo tenuto dalla COVIP e che rientrino tra quelli di cui agli articoli 4, comma 1, e 12 del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, ovvero tra quelli dell'articolo 20 del medesimo decreto aventi soggetti-*

---

tà giuridica; c) “consulente in materia di voto”: un soggetto che analizza, a titolo professionale e commerciale, le informazioni diffuse dalle società e, se del caso, altre informazioni riguardanti società europee con azioni quotate nei mercati regolamentati di uno Stato membro dell’Unione europea nell’ottica di informare gli investitori in relazione alle decisioni di voto fornendo ricerche, consigli o raccomandazioni di voto connessi all’esercizio dei diritti di voto. 2. Le disposizioni previste nella presente sezione si applicano agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi che investono in società con azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di un altro Stato membro dell’Unione europea. 3. Le disposizioni previste nella presente sezione per i consulenti in materia di voto si applicano ai soggetti: a) aventi la sede legale in Italia; b) aventi una sede, anche secondaria, in Italia, qualora non abbiano la sede legale o la sede principale in un altro Stato membro dell’Unione europea. **Art. 124-quinquies Politica di impegno In vigore dal 10 giugno 2019** 1. Salvo quanto previsto dal comma 3, gli investitori istituzionali e i gestori di attivi adottano e comunicano al pubblico una politica di impegno che descriva le modalità con cui integrano l’impegno in qualità di azionisti nella loro strategia di investimento. La politica descrive le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l’impatto sociale e ambientale e il governo societario, dialogano con le società partecipate, esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni, collaborano con altri azionisti, comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno. 2. Salvo quanto previsto dal comma 3, gli investitori istituzionali e i gestori di attivi comunicano al pubblico, su base annua, le modalità di attuazione di tale politica di impegno, includendo una descrizione generale del comportamento di voto, una spiegazione dei voti più significativi e del ricorso ai servizi dei consulenti in materia di voto. Essi comunicano al pubblico come hanno espresso il voto nelle assemblee generali delle società di cui sono azionisti e possono escludere i voti ritenuti non significativi in relazione all’oggetto della votazione o alle dimensioni della partecipazione nelle società. 3. Gli investitori istituzionali e i gestori di attivi forniscono una comunicazione al pubblico chiara e motivata delle ragioni dell’eventuale scelta di non adempiere a una o più delle disposizioni di cui ai commi 1 e 2. 4. Gli investitori istituzionali e i gestori di attivi rispettano le disposizioni relative ai conflitti di interessi previste dalle discipline di settore anche nell’attuazione della politica di impegno adottata dagli stessi e pubblicata ai sensi del comma 1. 5. Le informazioni di cui ai commi 1, 2 e 3, sono messe a disposizione del pubblico gratuitamente sul sito internet degli investitori istituzionali o dei gestori di attivi o attraverso altri mezzi facilmente accessibili on-line. 6. Nel caso in cui i gestori di attivi attuino la politica di impegno con riferimento all’esercizio del diritto di voto per conto di investitori

---

istituzionali, questi ultimi indicano dove i gestori di attivi hanno reso pubbliche le informazioni riguardanti il voto.

**Art. 124-sexies Strategia d'investimento degli investitori istituzionali e accordi con i gestori di attivi - In vigore dal 10 giugno 2019** 1. Gli investitori istituzionali comunicano al pubblico in che modo gli elementi principali della loro strategia di investimento azionario sono coerenti con il profilo e la durata delle loro passività, in particolare delle passività a lungo termine, e in che modo contribuiscono al rendimento a medio e lungo termine dei loro attivi. 2. Salvo quanto previsto dal comma 3, gli investitori istituzionali che investono per il tramite di gestori di attivi, come definiti all'articolo 2, lettera f), della direttiva 2007/36/CE, comunicano al pubblico le seguenti informazioni relative all'accordo di gestione, su base individuale o collettiva, con il predetto gestore di attivi: a) le modalità con cui l'accordo incentiva il gestore di attivi ad allineare la strategia e le decisioni di investimento al profilo e alla durata delle passività degli investitori istituzionali, in particolare delle passività a lungo termine; b) le modalità con cui l'accordo incentiva il gestore di attivi a prendere decisioni di investimento basate sulle valutazioni relative ai risultati finanziari e non finanziari a lungo e medio termine delle società partecipate e a impegnarsi con tali società al fine di migliorarne i risultati a medio e lungo termine; c) le modalità con cui il metodo e l'orizzonte temporale di valutazione dei risultati del gestore di attivi e la sua remunerazione per l'attività di gestione, sono in linea con il profilo e la durata delle passività dell'investitore istituzionale, in particolare delle passività a lungo termine, e tengono conto dei risultati assoluti a lungo termine; d) le modalità con cui l'investitore istituzionale controlla i costi di rotazione del portafoglio sostenuti dal gestore di attivi, nonché le modalità con cui definisce e controlla un valore prefissato di rotazione del portafoglio e il relativo intervallo di variazione; e) l'eventuale durata dell'accordo con il gestore di attivi. 3. Qualora l'accordo con il gestore di attivi di cui al comma 2 non includa uno o più degli elementi indicati nel medesimo comma, l'investitore istituzionale illustra in modo chiaro e articolato le ragioni di tale scelta. 4. Le informazioni di cui al presente articolo sono messe a disposizione del pubblico gratuitamente sul sito internet dell'investitore istituzionale o attraverso altri mezzi facilmente accessibili online e, salvo modifiche sostanziali, sono aggiornate su base annua. 5. Le imprese di cui all'articolo 124-quater, comma 1, lettera b), n. 1), inseriscono tali informazioni nella relazione relativa alla solvibilità e alla condizione finanziaria di cui all'articolo 47-septies del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209. Si applicano altresì gli articoli 47-octies, 47-novies e 47-decies del medesimo decreto legislativo.

**Art. 124-septies Trasparenza dei gestori di attivi - In vigore dal 10 giugno 2019** 1. I gestori di attivi comunicano, con frequenza annuale, agli investitori istituzionali indicati all'articolo 2, lettera e), della direttiva 2007/36/CE, con cui hanno concluso gli accordi di cui all'articolo 124-sexies, in che modo la

---

loro strategia d'investimento e la relativa attuazione rispettano tali accordi e contribuiscono al rendimento a medio e lungo termine degli attivi degli investitori istituzionali o dei fondi. 2. La comunicazione prevista al comma 1 comprende: a) le relazioni sui principali rischi a medio e lungo termine associati agli investimenti, sulla composizione del portafoglio, sulla sua rotazione e sui relativi costi, sul ricorso ai consulenti in materia di voto ai fini delle attività di impegno e, ove applicabile, sulla loro politica di concessione di titoli in prestito nonché il modo in cui quest'ultima viene implementata al fine di perseguire le loro attività di impegno, in particolare in occasione delle assemblee generali delle società partecipate; b) informazioni in merito all'eventuale adozione, e alle relative modalità, di decisioni di investimento sulla base di una valutazione dei risultati a medio e lungo termine delle società partecipate, compresi i risultati non finanziari; c) informazioni in merito all'eventuale insorgenza di conflitti di interessi in connessione con le attività di impegno e le misure adottate dai gestori di attivi per gestirli. 3. I gestori di attivi non provvedono alla comunicazione di cui al presente articolo, qualora le informazioni richieste siano già a disposizione del pubblico. 4. Le informazioni di cui al comma 1 sono comunicate con la relazione annuale del fondo o, nel caso del servizio di investimento di gestione del portafoglio, con il rendiconto periodico. **Art. 124-octies Trasparenza dei consulenti in materia di voto - In vigore dal 10 giugno 2019** 1. I consulenti in materia di voto, anche al fine di informare adeguatamente i clienti sull'accuratezza e affidabilità delle loro attività, pubblicano annualmente una relazione che contenga almeno le seguenti informazioni in relazione all'elaborazione delle loro ricerche, dei loro consigli e delle loro raccomandazioni di voto: a) le caratteristiche essenziali delle metodologie e dei modelli applicati; b) le principali fonti di informazione utilizzate; c) le procedure messe in atto per garantire la qualità delle ricerche, dei consigli e delle raccomandazioni di voto nonché le qualifiche del personale coinvolto; d) le modalità con cui, eventualmente, tengono conto delle condizioni normative e del mercato nazionale nonché delle condizioni specifiche delle società; e) le caratteristiche essenziali delle politiche di voto applicate per ciascun mercato; f) la portata e la natura del dialogo, se del caso, intrattenuto con le società oggetto delle loro ricerche, dei loro consigli o delle loro raccomandazioni di voto e con i portatori di interesse della società; g) la politica relativa alla prevenzione e alla gestione dei potenziali conflitti di interesse; h) l'eventuale adesione a un codice di comportamento ovvero l'illustrazione in maniera chiara e motivata delle ragioni della mancata adesione. I consulenti in materia di voto che aderiscono a un codice di comportamento riferiscono altresì in merito all'applicazione di tale codice, anche con riferimento alle informazioni richieste dalle lettere precedenti, specificando l'eventuale mancata adesione a una o più disposizioni del codice, le ragioni della stessa e le eventuali misure alternative adottate. 2. La relazione indicata al comma 1 è resa disponibile al pubblico, gratuitamente, sul sito internet del consulente in materia di voto e rimane a disposizione del pubblico



---

*per almeno tre anni a decorrere dalla data di pubblicazione. 3. Ai consulenti in materia di voto si applicano gli articoli 114, commi 5 e 6, e 115, comma 1, lettere a), b) e c). 4. I consulenti in materia di voto, nell'ambito dello svolgimento del servizio richiesto, individuano e comunicano senza indugio ai loro clienti qualsiasi conflitto di interesse reale o potenziale o relazione commerciale che possa influenzare l'elaborazione delle loro ricerche, dei loro consigli o delle loro raccomandazioni di voto e le azioni intraprese per eliminare, attenuare o gestire gli eventuali conflitti di interesse*

Trattasi della oggettivazione di meccanismi e strumenti già noti nell'esperienza concreta: si pensi ai principi di *Stewardship* di Assogestioni, ovvero, per i consulenti di voto, ai *Best Practice Principles for Shareholder Voting Research*. Tale intervento, da completare poi con ulteriori interventi regolamentari (cfr. art. 124-*novies*), potenzialmente idoneo all'ottenimento dell'innalzamento del livello di *disclosure* in favore del mercato con un efficientamento dei rapporti tra tutti i soggetti interessati dalle nuove disposizioni mediante la creazione di condizioni per un atteggiamento di - possibile - maggior impegno degli azionisti delle società quotate. Esemplificativamente, in quest'ottica, si pensi alla disciplina dei rapporti tra *asset manager* e investitori istituzionali nonché alla disciplina dedicata ai consulenti in materia di voto attraverso l'art. 124-*octies* del TUF che si applica, ex art. 124-*quater*, comma 3, sia ai consulenti aventi la sede in Italia, quanto a quelli aventi una sede, anche secondaria, in Italia, qualora non abbiano la sede legale o la sede principale in un altro Stato membro dell'Unione europea. Si prevede, a tal proposito, la pubblicazione di una artico-

---

*reali o potenziali.*

**Art. 124-*novies* Poteri regolamentari - In vigore dal 10 giugno 2019** 1. La Consob, sentite la Banca d'Italia, l'IVASS e la COVIP, disciplina con regolamento termini e modalità della comunicazione, prevista dall'articolo 124-*septies*, agli investitori istituzionali da parte dei gestori di attivi. 2. La Consob, sentita la Banca d'Italia, stabilisce con regolamento termini e modalità di pubblicazione della politica di impegno dei gestori di attivi, delle modalità di attuazione della stessa e degli ulteriori elementi informativi, di cui all'articolo 124-*quinquies*, commi 1, 2 e 3. 3. L'IVASS e la COVIP disciplinano con proprio regolamento, secondo le rispettive attribuzioni di vigilanza e con riferimento ai soggetti vigilati dalle medesime autorità, i termini e le modalità di pubblicazione delle seguenti informazioni: a) la politica di impegno degli investitori istituzionali, le modalità di attuazione e gli ulteriori elementi informativi, di cui all'articolo 124-*quinquies*, commi 1, 2 e 3; b) gli elementi della strategia di investimento azionario adottata dagli investitori istituzionali

*o dell'accordo stipulato con il gestore di attivi e gli elementi informativi, di cui all'articolo 124-sexies, commi 1, 2 e 3. 4. La Consob detta con regolamento termini e modalità di pubblicazione da parte dei consulenti in materia di voto della relazione indicata all'articolo 124-octies."*

lata dichiarazione annuale e la tempestiva comunicazione ai propri clienti di conflitti di interesse reali o potenziali ovvero di relazioni commerciali che possono influire sulle loro raccomandazioni unitamente alle azioni intraprese per eliminarli, attenuarli o gestirli. Inoltre, è previsto l'assoggettamento dei medesimi ai poteri della Consob ex artt. 114, comma 5 e 6 nonché 115 del TUF.

L'art. 3-octies della Direttiva, rubricato "*Politica di impegno*", richiede agli Stati destinatari del provvedimento comunitario di fare in modo che gli investitori istituzionali e i gestori attivi sviluppino e comunichino (al pubblico) *le modalità con cui* monitorano le società partecipate su questioni rilevanti; come dialogano con le società partecipate; le modalità di esercizio del diritto di voto e degli altri diritti connessi alle azioni; collaborano con gli altri azionisti; comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno. In caso di mancata ottemperanza di ciò, ne diano adeguata, chiara e motivata spiegazione secondo il principio del *comply or explain*.

Analogamente, a tali soggetti è fatta specifica richiesta di comunicare al pubblico, con cadenza annua, "le modalità di attuazione della politica di impegno, includendo una descrizione generale del comportamento di voto, una spiegazione dei voti più significativi e del ricorso ai servizi dei consulenti in materia di voto". Oltreché di fare *disclosure* circa il merito del voto dato nelle assemblee generali delle società di cui sono azionisti (ferma restando la possibilità di escludere da tale informativa quei voti ritenuti non significativi alla luce dell'oggetto della

votazione o delle dimensioni della partecipazione nella società).

Ove un gestore attivo investa per conto di un investitore istituzionale “su base discrezionale per ogni singolo cliente o tramite un organismo di investimento collettivo”, viene richiesto all’azionista di rendere pubblici i dettagli sulla intesa con il gestore e cioè:

- le modalità di incentivazione per il gestore degli attivi all’allineamento della strategia e le decisioni di investimento al profilo e alla durata delle passività dell’investitore istituzionale a lungo termine;
- le modalità ove l’intesa incentivi il gestore su decisioni di investimento basate sulle valutazioni relative ai risultati finanziari e non finanziari a lungo e medio termine della società partecipata e a impegnarsi con le società partecipate al fine di migliorarne i risultati a medio e lungo termine;
- il metodo e le temporalità di valutazione dei risultati del gestore degli attivi e la remunerazione per i servizi di gestione;
- le modalità secondo cui l’investitore istituzionale controlla i costi di rotazione del portafoglio sostenuti dal gestore degli attivi e in che modo definisce e controlla un obiettivo relativo al livello o all’intervallo di rotazione del portafoglio;
- la durata dell’accordo.

Se l’intesa con il gestore degli attivi non contempla alcuno di tali elementi, l’investitore istituzionale sarà tenuto a spiegare, in modo chiaro e articolato, le motivazioni di questa scelta. Le previsioni comunitarie, pertanto, delineano una nuova società quotata e una valorizzazione degli investitori istituzionali.

Peraltro, non è da sottacere come desti alcune perplessità il ricercato legame tra interesse sociale e le strategie di investimento a lungo termine, peraltro non necessariamente traduttive di un coinvolgimento attivo del socio. La strategia normativa appare indirizzata verso due versanti prioritari: l'incentivazione agli investimenti di lungo periodo, con l'auspicata limitazione delle strategie eccessivamente *profit oriented*; e la realizzazione di un più compiuto dialogo tra management e azionisti qualificati. Oltre ad apportare una serie di modifiche a norme del TUF riguardanti l'assemblea quali gli artt. 125-*bis*, 125-*quater* e 127-*ter* - quest'ultimo riguardante la presentazione di domande prima dell'assemblea - interviene anche sul versante sanzionatorio connesso ai nuovi precetti recati dalla Direttiva n. 2017/828. Questo alla luce di quanto stabilito dall'art. 14-*ter* della Direttiva n. 2007/36, introdotto dall'art. 1, par. 5) della Direttiva n. 2017/828.

## **6. Considerazioni a latere**

In questo quadro, occorre tuttavia chiedersi se i meccanismi di tutela interna collocati all'interno dell'Unione Europea ne salvaguardano la competitività in un quadro internazionale.

L'Europa è sempre più esposta alla incipiente e aggressiva concorrenza esterna (Cina, Giappone, Stati Uniti, Corea del Sud, Taiwan, India, ecc.) in settori a forte dinamismo tecnologico e connotate da peculiari forme di mercato, dove la dimensione aziendale e le relative economie di scala e di scopo possono essere decisive nel condizionare gli esiti del gioco competitivo globale. Si pensi, ad esempio,

all'informatica e alla gestione di *big data*, alle telecomunicazioni, all'energia, ai trasporti aerei-navali-terrestri o alla farmaceutica. Molte impostazioni infra UE, infatti, hanno una decisa capacità di compromettere la capacità europea di competere oltre i suoi confini.

È di tutta evidenza la necessità, quindi, di dotare l'UE di regole europee più consone a un moderno concetto di concorrenza che possano rendere il continente più competitivo in una prospettiva di politica industriale seppure nella preservazione e nella riaffermazione del mercato unico. Il tema della competitività europea e la prefigurazione di grandi *player* continentali che possano fronteggiare i giganti americani e asiatici non è mai sufficientemente ed efficacemente affrontato. E quando ciò avviene, si assiste a uno sterile e controproducente dibattito spesso permeato da schermaglie ideologiche. Vi è l'annoso - e sostanzialmente irrisolto - tema della tutela degli investitori extra UE che beneficiano di sovvenzioni pubbliche - quando, addirittura, sono emanazione di Stati - e hanno costi di produzione largamente inferiori per le pessime condizioni di lavoro degli addetti e la sostanziale assenza di vincoli di tutela ambientale.

Il relativo confronto non ha come obiettivo la messa in discussione della libertà di investimento, ma va ribadita l'esigenza di porre un presidio di garanzia del *level playing field* con l'assoluta esigenza di proteggere il mercato dalla concorrenza sleale.

Occorrono quindi serie ed efficaci politiche *antidumping* e meccanismi di *screening* degli investimenti esteri che vadano oltre il mero scambio di informazioni. E' di tutta evidenza come si versi in un quadro normativo europeo sostanzialmente obsoleto che versa in uno scenario globale massivamente mutato. In quest'ottica, occorre ripensare, tra l'altro, alla politica degli aiuti di Stato, pur nella

consapevolezza che ciò costituisca presidio per la leale concorrenza in ambito europeo.

Tuttavia, appare manifesto che, mentre nel mercato interno vige un regime stringente, questo stesso mercato è oggetto di attenzioni da parte di *player* sussidiati dai propri Governi con grave alterazione delle opportunità competitive.

*Indice normativo:*

1. Proposta di Regolamento disclosure in materia di sostenibilità nel settore dei servizi finanziari; <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52018PC0354>
2. Technical Standards sul Regolamento disclosure; <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/?fuseaction=list&coteId=3&year=2016&number=1403&version=ALL&language=it>
3. Regolamento che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, e gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento; <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/ALL/?uri=CELEX%3A32016R1011>
4. Atti delegati su benchmarks e benchmark ESG disclosure; [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:ce41ab0a-5f37-11e8-ab9c-01aa75ed71a1.0008.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:ce41ab0a-5f37-11e8-ab9c-01aa75ed71a1.0008.02/DOC_1&format=PDF)

5. Modifiche al regolamento delegato (UE) 2017/565:  
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:02017R0565-20171214&from=FI>
6. Direttiva delegata (UE) 2017/593 la (MiFID II) :  
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0593>
7. Atti delegati UCITS e AIFMD:  
<https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/3/2014/IT/3-2014-9796-IT-F1-1.Pdf>
8. Regolamento che modifica il Regolamento delegato (UE) n. 35/2015 di attuazione della Direttiva Solvency II : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015R0035&from=EN>
9. Regolamento delegato (UE) 2359/2017 di attuazione della Direttiva IDD: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=PI\\_COM:C\(2017\)8681&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=PI_COM:C(2017)8681&from=EN)
10. Report TEG su Green Bond Standards:  
[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf)
11. ESMA Advice on undue short-termism pressures on companies:  
[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-22-762\\_report\\_on\\_undue\\_short-term\\_pressure\\_on\\_corporations\\_from\\_the\\_financial\\_sector.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-22-762_report_on_undue_short-term_pressure_on_corporations_from_the_financial_sector.pdf)



12. Direttiva (UE) 2017/828 (“Shareholders’ Rights”) Modifiche alla direttiva 2013/36/UE e al Regolamento (UE) 575/2013: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32017L0828>
13. Modifiche alla direttiva 2013/36/UE e al Regolamento (UE) 575/2013: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0575&from=EN>
14. Regolamento (UE) 2019/1238 (“PEPP”): [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2019.198.01.00.01.01.ITA&toc=OJ:L:2019:198:FULL](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2019.198.01.00.01.01.ITA&toc=OJ:L:2019:198:FULL)
15. Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica i Regolamenti istitutivi delle 3 Autorità di vigilanza europee e Regolamenti EUVECA - European Venture Capital Funds, EUSEF - European Social Entrepreneurship Funds, ELTIF - European Long Term Investment Fund: <https://eurlex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2175&from=EN>
16. Regolamento MiFIR: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0600>
17. Regolamento Prospetti: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=CELEX:32017R1129>
18. Linee Guida ESMA sui “Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/librar>

y/esma33-9-  
320\_final\_report\_guidelines\_on\_disclosure\_requirements\_applicable\_to\_credit\_ratingagencies.pdf

19. Technical Advice relativo all'analisi delle pratiche in essere da parte delle agenzie di rating del credito in merito alla considerazione dei fattori ESG nelle proprie valutazioni: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018AE1695&from=ES>



## **Autori**

**Avv. Pier Paolo Poggioni.** Avvocato libero professionista patrocinante in Cassazione e nelle Giurisdizioni Superiori. Esperto di Diritto di Impresa, Diritto Internazionale e Diritto dell'Unione Europea. Consulente di società operanti in Italia e all'estero. Già Professore a contratto di Diritto Internazionale e Diritto dell'Unione Europea all'Università di Siena nonché della LUISS MANAGEMENT. Docente della Federiciana Università Popolare e della UNICUSANO. Autore di pubblicazioni scientifiche. Relatore in Italia e all'estero in materia di Diritto di impresa e Diritto UE.

**Dott.ssa Monica Peta.** Dottore Commercialista e Revisore Legale, con studio in Roma. Già professore a contratto presso l'Università Magna Grecia di Catanzaro; Componente del comitato scientifico nazionale Fondazione School University, assegnataria di incarico di docenza presso la Federiciana Università Popolare.

**Dott. Enea Franza.** Dottore Commercialista e Revisore Contabile. Direttore del Dipartimento di Scienze Politiche Università Internazionale per la Pace. Dirigente Consob e docente in varie Università italiane ed estere. Autore di pubblicazioni scientifiche. Relatore in Italia e all'estero in materia di Economia e Diritto dei mercati finanziari e di impresa.

**Avv. Catia Maietta.** Dottore di ricerca Università degli Studi di Napoli Federico II. Autrice di opere giuridiche, tra cui il manuale il "Diritto del Web" ed il "Commentario alla Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo". Collabora attivamente con diverse riviste scientifiche, in particolare sui temi della cybersecurity e della tutela dei diritti (GDPR). Si occupa di fintech e di green economy. Contributor di [www.agendadigitale.eu](http://www.agendadigitale.eu)

**Dott.ssa Aurelia Segreti.** Funzionario, Divisione Informazione Emittente, Consob.