

di Raffaele Bruni - Bruni & Marino

<https://raffaelebruni.substack.com/p/gli-obblighi-informativi-in-tema>

Il 10 marzo sono entrate in vigore le norme comunitarie (Regolamento (UE) 2019/2088) che stabiliscono obblighi informativi ai carico dei partecipanti ai mercati finanziari.

Trasparenza e informazioni per incentivare la sostenibilità delle scelte di investimento

Con il Regolamento (UE) 2019/2088 il legislatore ha preso in considerazione l'universo ESG definendo norme di trasparenza informativa che si applicano a un perimetro molto ampio di destinatari che va al di là di quello degli intermediari finanziari, ricomprendendo, per quello che qui ci riguarda, anche gli enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP) (**articolo 2**, comma 1, punto 1, lettera c), nonché, con la lettera d)), i soggetti che hanno istituito un prodotto pensionistico.

Contestualmente ha qualificato - nel corpo dello stesso articolo - in termini estensivi il concetto di prodotto finanziario prevedendo che in questa categoria debbano essere ricompresi, tra gli altri, i prodotti pensionistici (punto 12, lettera c), gli schemi pensionistici (punto 12, lettera e) nonché i cosiddetti PEPP, Prodotti Pensionistici Individuali PanEuropei (punto 12, lettera g).

L'**articolo 1** del citato Regolamento, nel definire l'oggetto della normativa, stabilisce che essa intende promuovere la trasparenza verso i potenziali fruitori di prodotti finanziari con specifico riferimento ai temi della sostenibilità stabilendo: *"norme armonizzate sulla trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari per quanto riguarda l'integrazione dei rischi di sostenibilità e la considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità nei loro processi e nella comunicazione delle informazioni connesse alla sostenibilità relative ai prodotti finanziari"*.

Nello svolgere questa sua missione, come dichiarato dalle premesse (4) il legislatore comunitario prende le mosse da una disciplina eterogenea che riguarda i diversi soggetti rientranti nel perimetro e che sono tra loro accumulate dal fatto di assicurare *"una protezione più uniforme degli investitori finali e facilitano l'accesso di questi ultimi a un'ampia gamma di prodotti finanziari, prevedendo nel contempo norme che consentano loro di prendere decisioni di investimento consapevoli"*. La disciplina impone per questo uno standard omogeneo del contenuto informativo che consenta la comparabilità, anche transfrontaliera dei diversi prodotti offerti.

L'articolato del Regolamento definisce, quindi, quali sono gli obblighi di trasparenza a carico dei partecipanti ai mercati finanziari. Tali impegni informativi si riferiscono a tre momenti chiave del rapporto tra istitutori e potenziali sottoscrittori:

- la fase di promozione dello strumento, con l'obbligo di rendere disponibili nelle pagine del sito web istituzionale gli elementi descrittivi che riguardano le tematiche ESG;
- la fase di perfezionamento della sottoscrizione/adesione che deve essere preceduta dalla consegna di materiale documentale che deve essere all'uopo integrato con informazioni che attengono alle medesime tematiche;
- la fase di gestione con adempimenti specifici che riguardano la predisposizione di tutta la rendicontazione prevista dalla legge e dai regolamenti

L'informativa ESG nella fase di promozione dei prodotti finanziari

Il primo onere posto a carico dei partecipanti ai mercati finanziari riguarda, quindi, l'obbligo di pubblicare *"sui loro siti*

web informazioni circa le rispettive politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nei loro processi decisionali relativi agli investimenti." (**articolo 3**, comma 1, "Trasparenza delle politiche in materia di rischio di sostenibilità"). Il "rischio di sostenibilità" viene definito come "un evento o una 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". Se l'effetto finale di questo rischio si traduce, quindi, e non potrebbe essere altrimenti, in un tipico rischio finanziario, quello che normalmente si chiama rischio di mercato, la sua origine riguarda una serie specifica di fattori/eventi che prendono forma all'interno delle pratiche che coinvolgono i temi sociali e ambientali. In pratica, quindi, quanto previsto da questo articolo riguarda la necessità di ampliare il set di valutazioni che portano a definire l'investibilità di un titolo, comprendendo in esso anche il set di valutazioni ESG.

L'applicazione della norma deve essere declinata dai fondi pensione ad ambito definito considerando l'obbligo espresso dal Dlgs 252/2005 (legge sulla previdenza complementare) di affidare deleghe di gestione del patrimonio a soggetti finanziari o assicurativi qualificati ai sensi del decreto stesso. Per tale ragione la previsione di cui all'articolo 3 non può che essere assolta se non attraverso la configurazione di un impegno contrattuale, da ricomprendere nella convenzione di gestione, a carico del gestore ad assumere tali valutazioni nello svolgimento del mandato assegnatogli. Diversamente, per quanto riguarda la quota di gestione diretta, gli impegni descritti ricadono direttamente sul Fondo pensione.

Secondo quanto previsto dall'**articolo 4** ("Trasparenza degli effetti negativi per la sostenibilità a livello di soggetto") i partecipanti ai mercati finanziari devono rendere pubblico attraverso il loro sito web se la loro politica di investimento prende in considerazione (lettera a) o non prende in considerazione (lettera b) "*i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità*".

Il fondo pensione deve, quindi, al pari degli altri soggetti, decidere a priori quale orientamento intende assumere rispetto al perseguimento degli obiettivi di sostenibilità. Se l'articolo precedente stabilisce un obbligo inderogabile a considerare i rischi di sostenibilità in quanto gli stessi potrebbero manifestarsi in termini pregiudizievoli per gli investitori/aderenti in questo caso il riferimento si sposta sulla relazione tra le decisioni di investimento e i potenziali ostacoli che da esse ne potrebbero derivare al raggiungimento di quelli che sono gli obiettivi di sostenibilità definiti internazionalmente (ad esempio dall'accordo di Parigi).

Qualora si optasse per la non considerazione, la scelta deve essere opportunamente motivata. Pertanto in questo caso deve essere pubblicata "*una chiara motivazione di tale mancata considerazione comprese, se del caso, informazioni concernenti se e quando intendono prendere in considerazione tali effetti negativi*". La norma parte dal presupposto di incentivare comportamenti attivi in tema di responsabilità degli investimenti e pertanto la rinuncia ad adeguare gli stessi alle previsioni del Regolamento deve essere opportunamente motivata e deve in ogni caso discendere da un processo decisionale consapevole all'interno del quale l'Organo amministrativo responsabile del prodotto finanziario si assume implicitamente la responsabilità della rinuncia.

Al contrario nel caso in cui la politica di investimento assuma la considerazione di tali effetti le informative devono, secondo un criterio di proporzionalità, riportare i seguenti elementi (comma 2):

"a) informazioni sulle loro politiche relative all'individuazione e alla prioritizzazione dei principali effetti negativi per la sostenibilità e relativi indicatori;

b) una descrizione dei principali effetti negativi per la sostenibilità e di qualsiasi azione adottata in relazione a ciò o, se del caso, programmata;

c) brevi sintesi delle politiche di impegno ai sensi dell'articolo 3 octies della direttiva 2007/36/CE, ove applicabile [engagement ndr];

d) un riferimento alla loro osservanza dei codici di condotta d'impresa responsabile e delle norme riconosciute a livello internazionale in materia di dovuta diligenza e di reportistica e, se del caso, al grado della loro conformità agli obiettivi previsti dall'accordo di Parigi."

Il contenuto dell'informativa che viene pubblicata sul sito web viene ulteriormente dettagliata nell'**articolo 10** (Trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli investimenti sostenibili su siti web) che stabilisce l'obbligo di descrivere le caratteristiche del prodotto offerto e le metodologie e le fonti di dati utilizzati, in aggiunta alle altre comunicazione previste dalla norma e descritte in questi paragrafi.

Per quanto riguarda le metodologie occorre esplicitare (comma 1, lettera b) *"le informazioni sulle metodologie utilizzate per valutare, misurare e monitorare le caratteristiche ambientali o sociali o l'impatto degli investimenti sostenibili selezionati per il prodotto finanziario, compresi le fonti dei dati, i criteri di vaglio per le attività sottostanti e i pertinenti indicatori di sostenibilità utilizzati per misurare le caratteristiche ambientali o sociali o l'impatto sostenibile complessivo del prodotto finanziario"*. Questa previsione consente di ridurre il rischio di impegni generici "confezionati" esclusivamente allo scopo di promozione commerciale del prodotto,

La normativa si premura inoltre di assicurare che questa parte delle comunicazioni sia prodotta secondo uno standard che assicuri la massima comprensione da parte del lettore. L'ultimo alinea del comma 1 pertanto stabilisce che le comunicazioni devono essere *"chiare, concise e comprensibili per gli investitori. Sono pubblicate in modo accurato, equo, chiaro, non fuorviante, semplice e conciso, in una sezione ben visibile e facilmente accessibile del sito web."*

Tutta la ratio della normativa sembrerebbe pertanto orientarsi in modo sostanziale sulla convinzione dell'esistenza di una prevalenza nell'opinione dei potenziali investitori di preferenze verso questa tipologia di investimenti. La diffusione di informazioni adeguate e complete avrebbe quindi lo scopo di fornire al consumatore/investitore la base per far sentire la propria "voce" orientando i comportamenti degli attori dell'industria finanziaria. In qualche modo la scarsa attenzione ai temi ESG dovrebbe agire come un fattore di scoraggiamento all'investimento e al contempo realizzare un orientamento premiale verso gli strumenti che con più coerenza perseguono questi principi e criteri.

Informativa precontrattuale per una adesione consapevole

Se l'informativa obbligatoria sul sito web assicura che sia dato adeguato rilievo alla illustrazione delle scelte operate dai soggetti che operano all'interno dei mercati finanziari proponendo prodotti o forme di adesione a strumenti finanziari, attenzione altrettanto rilevante viene posta nel garantire la massima trasparenza nella fase che precede il perfezionamento della sottoscrizione/adesione.

L'**articolo 6** (Trasparenza dell'integrazione dei rischi di sostenibilità) prevede a questo proposito al comma 1: "I

partecipanti ai mercati finanziari includono la descrizione di quanto segue nell'informativa precontrattuale:

a) in che modo i rischi di sostenibilità sono integrati nelle loro decisioni di investimento; e

b) i risultati della valutazione dei probabili impatti dei rischi di sostenibilità sul rendimento dei prodotti finanziari che rendono disponibili.

Se i partecipanti ai mercati finanziari non ritengono rilevanti i rischi di sostenibilità, la descrizione di cui al primo comma include una spiegazione chiara e concisa al riguardo."

Come è noto l'adesione a prodotti che hanno un contenuto finanziario e assicurativo è subordinata alla messa a disposizione del potenziale aderente di informazioni complete sulle caratteristiche e le regole di funzionamento di tale prodotto. Tale informativa viene richiesta in base a documenti standard previsti per ogni tipologia di prodotto. Per questo motivo il comma 2 dello stesso articolo 6 dettaglia lo spazio e le modalità attraverso le quali tale informativa deve essere resa; ad esempio per i fondi pensione (EPAP) deve essere contenuta "nelle informazioni da fornire di cui all'articolo 41 della direttiva (UE) 2016/2341" (lettera c). Il riferimento alla IORP II è in questo caso riferita alle "informazioni da fornire ai potenziali aderenti".

Lo scopo di questa previsione è, quindi, duplice: da una parte garantire uno standard minimo di trasparenza, dall'altro incentivare i soggetti che istituiscono e propongono questi strumenti ad adottare politiche finalizzate alla promozione della responsabilità sociale. La disponibilità di informazioni esaustive e complete su come gli istitutori di prodotti finanziari gestiscono la materia mette a disposizione dei vari stakeholder gli strumenti per "richiedere" l'adesione ai principi di sostenibilità, obiettivo che rimane alla base del corpo normativo comunitario nel quale rientra anche il presente Regolamento.

Oltre al riferimento ai rischi la stessa informativa deve contenere anche elementi qualitativi che indichino in che modo vengono selezionati gli investimenti sulla base delle caratteristiche di responsabilità sociali delle imprese e degli emittenti.

Differenti modalità di perseguimento degli obiettivi di responsabilità sociale

La normativa introduce una differenza tra i vari prodotti in base alla configurazione della strategia di perseguimento degli obiettivi di responsabilità sociale stabiliti dal partecipante ai mercati finanziari.

Come definito nella norma e come peraltro chiarito dal primo comma dell'articolo 10 ("Per ciascun prodotto finanziario di cui all'articolo 8, paragrafo 1, e all'articolo 9, paragrafi 1, 2 e 3") si possono a questo proposito configurare fattispecie distinte:

- articolo 8 - riguarda i prodotti finanziari che promuovono "tra le altre caratteristiche, caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di tali caratteristiche, a condizione che le imprese in cui gli investimenti sono effettuati rispettino prassi di buona governance";
- articolo 9 - questa fattispecie in realtà viene suddivisa in tre categorie distinte di prodotti finanziari:
 - il primo "ha come obiettivo investimenti sostenibili ed è stato designato un indice come indice di riferimento" (comma 1);
 - il secondo ha come "obiettivo investimenti sostenibili e non è stato designato alcun indice come indice di riferimento" (comma 2);
 - il terzo ha come "obiettivo la riduzione delle emissioni di carbonio" (comma 3).

Quindi mentre l'articolo 8 definisce prodotti configurati secondo una politica di gestione che comprende tra l'altro al suo interno obiettivi sostenibili, le fattispecie dell'articolo 9 si riferiscono a prodotti che perseguono in via esclusiva questi obiettivi. L'esclusività della finalità non viene espressa direttamente dalla norma ma si deduce dalla lettura coordinata dei primi commi dei due articoli citati. Infatti la differenza tra le due fattispecie si realizza per l'espressione *"tra le altre caratteristiche"* che qualificano di cui all'articolo 8 rispetto a quelli configurati ai sensi dell'articolo successivo.

In base a questa distinzione vengono fissate regole leggermente diverse nelle comunicazioni al pubblico.

L'articolo 8 (Trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali nell'informativa precontrattuale) prevede che per i prodotti inquadrati ai sensi del presente articolo *"le informazioni da comunicare a norma dell'articolo 6, paragrafi 1 e 3"*, che si ricorda riguardano le informazioni precontrattuali, devono includere:

"a) informazioni su come tali caratteristiche sono rispettate;

b) qualora sia stato designato un indice come indice di riferimento, informazioni che indichino se e in che modo tale indice è coerente con tali caratteristiche."

Inoltre dovrà essere specificato quando è possibile *"dove trovare la metodologia utilizzata per il calcolo degli indici"* di cui alla lettera b (comma 2).

Per quanto riguarda invece le fattispecie configurate dall'**articolo 9** le stesse sono declinate sulla base delle caratteristiche delle tre strategie di gestione configurate.

Se è stato configurato un indice il soggetto obbligato deve comunicare le ragioni, rapportate all'obiettivo di sostenibilità sociale prescelto, che hanno portato all'individuazione di tale indice, nonché un'informativa di carattere generale che spieghi le differenze tra l'indice costruito secondo criteri socialmente responsabili e quelli che rappresentano l'intero mercato.

A tal proposito, infatti, il comma 1 detta l'obbligo secondo il quale le informazioni devono essere accompagnate da:

"a) da informazioni che indicano in che modo l'indice designato è in linea con detto obiettivo;

b) da una spiegazione che indica perché e in che modo l'indice designato in linea con detto obiettivo differisce da un indice generale di mercato."

I soggetti che partecipano al mercato possono offrire prodotti e soluzioni designate come socialmente responsabili che non utilizzano come benchmark di riferimento un indice specifico per questo segmento di mercato. Tradizionalmente molte gestioni ESG mantengono come riferimento un indice di riferimento generale, ad esempio il MSCI World. In questo caso specifico la normativa dispone (comma 2) che la comunicazione debba in assenza di un riferimento esplicito a un universo investibile includere *"la spiegazione del modo in cui è raggiunto tale obiettivo"*.

Infine per quanto riguarda i prodotti per i quali l'obiettivo è fissato in termini di riduzione delle emissioni di carbonio. (Comma 3) le informazioni *"includono l'obiettivo di un'esposizione a basse emissioni di carbonio in vista del conseguimento degli obiettivi a lungo termine in materia di lotta al riscaldamento globale previsti dall'accordo di Parigi."*

In ogni caso deve essere anche indicata la metodologia alla base degli indici utilizzati.

A partire dal 30 dicembre 2022 inoltre l'informativa precontrattuale deve contenere anche una illustrazione "degli effetti negativi per la sostenibilità a livello di prodotto finanziario" (**articolo 7**). Tale illustrazione deve prevedere:

"a) una spiegazione chiara e motivata che indichi se e, in caso affermativo, in che modo un prodotto finanziario prende in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità;

b) una dichiarazione attestante che le informazioni relative ai principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità sono disponibili tra le informazioni da comunicare a norma dell'articolo 11, paragrafo 2 (per gli EPAP, nella relazione annuale di cui all'articolo 29 della direttiva (UE) 2016/2341 ndr)" (comma 1)

Al contrario, nel caso in cui non vengano presi in considerazione i fattori ESG, questa decisione deve essere esplicitata con "una dichiarazione attestante che il partecipante ai mercati finanziari non prende in considerazione gli effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità e una spiegazione motivata al riguardo" (comma 2).

Informativa periodica

Rimangono da esaminare gli obblighi che si riferiscono alle comunicazioni periodiche che i partecipanti ai mercati finanziari devono rendere. Per i fondi pensione tale comunicazione coincide, come stabilito dal comma 2, lettera c) dell'articolo 11 "nella relazione annuale di cui all'articolo 29 della direttiva (UE) 2016/2341". L'articolo dello IORP II che viene riportato si riferisce alla relazione annuale.

In deroga all'entrata in vigore delle disposizioni della direttiva le previsioni relative all'informativa periodica entrano in vigore a decorrere dal 1 gennaio 2022.

Gli stessi sono definiti dall'**articolo 11** (Trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli investimenti sostenibili nelle relazioni periodiche) e si differenziano in base alla configurazione del prodotto:

- nel caso si fattispecie di cui all'articolo 8 i partecipanti ai mercati finanziari devono includere nelle relazioni periodiche l'indicazione de "la misura in cui le caratteristiche ambientali o sociali sono conseguite";
- nel caso di tutte le fattispecie di cui all'articolo 9 deve essere indicato: "i) l'impatto complessivo correlato alla sostenibilità del prodotto finanziario in relazione mediante indicatori di sostenibilità pertinenti; oppure ii) se è stato designato un indice come indice di riferimento, un raffronto tra l'impatto complessivo correlato alla sostenibilità del prodotto finanziario con gli impatti dell'indice designato e di un indice generale di mercato attraverso indicatori di sostenibilità."

Disposizioni generali sulla produzione di informazioni

La norma dispone infine una serie di ulteriori disposizioni di carattere generale.

La prima riguarda la gratuita della fornitura delle informazioni laddove prevede, rinviando alle disposizioni della Direttiva sugli EPAP del 2016, che tutte le informazioni che sono previste dalla disciplina in oggetto debbano essere fornite agli aderenti e ai beneficiari (**articolo 15** - Trasparenza da parte degli EPAP e degli intermediari assicurativi), su mezzi elettronici, su carta o sul sito web senza oneri.

La seconda impone (**articolo 12** - Riesame delle informazioni comunicate) di mantenere costantemente aggiornate le informazioni provvedendo non solo a fornire una visione tempo per tempo allineata con la situazione in essere ma anche di pubblicare *“una spiegazione chiara della modifica apportata”*.

Infine l'**articolo 13** (Comunicazioni di marketing) impone un allineamento di ogni comunicazione di marketing alle informazioni previste dal Regolamento. Inoltre a questo proposito si rinvia a ulteriori disposizioni che potranno essere dettate per definire principi e criteri standard standard per le comunicazioni.