



Richiamo di attenzione n. 1/25 dell'11 febbraio 2025

L'adeguamento agli obblighi in materia di “finanza sostenibile” da parte dei gestori

1. Premessa

L'obiettivo del presente richiamo è accompagnare l'industria nella corretta applicazione delle disposizioni esistenti, nell'ambito del framework normativo afferente alla c.d. “finanza sostenibile”, fornendo riferimenti per la declinazione delle stesse anche alla luce delle iniziative dell'ESMA tese a favorire la convergenza della vigilanza.

Gli interventi del legislatore unionale in materia di finanza sostenibile, volti a indirizzare i mercati e i capitali verso una crescita inclusiva e sostenibile, hanno, infatti, avuto un impatto rilevante sulla disciplina dei gestori determinando cambiamenti nei meccanismi operativi adottati e negli obblighi di disclosure a livello di entità e di prodotto.

Peraltro, il suddetto *framework* risulta già in fase evolutiva per effetto della rivalutazione complessiva del funzionamento del Regolamento (UE) 2019/2088, c.d. SFDR o Regolamento disclosure, dei lavori di revisione del Regolamento delegato (UE) 2022/1288 di attuazione dell'SFDR e delle iniziative di semplificazione annunciate dalla Presidente della Commissione europea nel novembre 2024 e ribadite nella recente Comunicazione del 29 gennaio 2025 (“*Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions*”).

In tale contesto, la Consob continuerà ad interagire presso le opportune sedi al fine di assicurare un'applicazione uniforme della disciplina a livello UE, nonché per contribuire al dibattito in corso in merito ai profili di revisione e semplificazione della normativa sopra delineati.

2. L'azione di vigilanza della Consob

La CONSOB vigila i profili ESG del gestore, con riferimento agli assetti operativi adottati e alla trasparenza a livello di entità, e i profili ESG degli OICR con riferimento alla disclosure fornita sul prodotto e alla coerenza tra scelte d'investimento implementate e la politica di investimento definita ex ante nella documentazione d'offerta.

La supervisione è svolta su base continuativa secondo un approccio *risk based*, nel contesto della vigilanza informativa (sui documenti regolatori e sulle comunicazioni di marketing), nonché sulla base di iniziative tematiche. Tra queste, la CONSOB ha partecipato all'esercizio di vigilanza comune, svolto sotto il coordinamento dell'ESMA. L'attività di supervisione è stata affiancata da incontri con le principali Associazioni del risparmio gestito volti ad approfondire gli approcci gestori adottati dalle SGR.

L'esperienza di vigilanza sin qui maturata ha consentito di individuare alcuni elementi cardine della normativa oggetto del presente richiamo, nonché alcune *good e poor practices* evidenziate nell'Allegato che possono risultare utili a supportare i gestori nell'adozione di modalità applicative maggiormente coerenti ed evolute, ai fini di una migliore conformità alla disciplina.

Il presente documento risulta complementare al richiamo di attenzione CONSOB n. 1/24 del 25 luglio

2024. Quest'ultimo ha, infatti, ad oggetto l'adeguamento agli obblighi in materia di "finanza sostenibile" sui profili ESG degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento e in merito alla disclosure a livello di entità¹; il presente, invece, richiama l'attenzione dei gestori sulla conformità ad alcuni elementi chiave della disciplina relativi all'inclusione dei fattori ESG nel processo decisionale degli OICR e alla trasparenza informativa a livello di prodotto² che, si ritiene, meritevoli di considerazione nell'attuale stadio di attuazione del quadro normativo di riferimento.

I principi e le prassi qui richiamati non esauriscono i profili degni di attenzione che, data la complessità e l'evoluzione della materia, potranno emergere nel prosieguo dell'azione di vigilanza.

3. Il richiamo ai principali elementi della disciplina di riferimento

3.1 La trasparenza di sostenibilità ai sensi della SFDR con riguardo all'informativa a livello di prodotto

Con riguardo ai prodotti, gli obblighi di trasparenza dell'SFDR sono differentemente modulati a seconda della tipologia di prodotto, sulla base della distinzione tra: prodotti art. 6 o generalisti, che non promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali né aventi come obiettivo investimenti sostenibili; prodotti art. 8, che promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali; prodotti art. 9, che perseguono come obiettivo investimenti sostenibili.

Il livello 2 specifica l'informativa di dettaglio che deve essere fornita per i prodotti art. 8 e 9, distinguendo tra informativa pre-contrattuale, periodica e sul sito web. In particolare, per l'informativa pre-contrattuale e per quella periodica, è previsto che la stessa sia resa tramite appositi *template* da allegarsi rispettivamente al prospetto/documento d'offerta ovvero al rendiconto. Il Regolamento Tassonomia integra gli obblighi informativi sul prodotto del Regolamento *disclosure*.

I template sull'informativa pre-contrattuale per i prodotti rientranti nel perimetro dell'art. 8 e dell'art. 9 SFDR (allegati II e III del Regolamento delegato UE 2022/1288), prevedono, tra l'altro, le informazioni concernenti:

- l'identificazione degli obiettivi sostenibili e delle caratteristiche ambientali e/o sociali, nonché degli indicatori volti a misurarne il grado di conseguimento;
- nel caso di investimenti sostenibili (quindi, per i prodotti art. 9 e per i prodotti art. 8 con una porzione di investimenti sostenibili), l'informativa su come tali investimenti non causino un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali e/o sociali (c.d. principio del "do no significant harm" o "DNSH") fornendo una spiegazione riguardo a:
 - o come gli indicatori di impatto avverso sui fattori di sostenibilità (c.d. *principal adverse impact indicators* o PAI) di natura obbligatoria (i.e., quelli di cui alla tabella 1 dell'allegato 1 del Regolamento delegato UE 2022/1288), nonché quelli di natura opzionale (i.e., gli eventuali indicatori di cui alle tabelle 2 e 3 del medesimo allegato rilevanti alla luce delle

¹ Le raccomandazioni del richiamo di attenzione n. 1/24 del 25 luglio 2024 sugli obblighi informativi a livello di entità (disponibile al seguente link: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/-/richiamo-di-attenzione-n.-1/24-del-25-luglio-2024>) sono da intendersi valide anche per i gestori.

² In particolare, l'informativa a livello di prodotto fa riferimento sia alla gestione collettiva che al servizio di gestione di portafogli. Le raccomandazioni del presente richiamo di attenzione sugli obblighi informativi a livello di prodotto sono da intendersi valide anche per gli intermediari diversi dai gestori che prestano il servizio di gestione di portafogli.



connotazioni del prodotto) sono presi in considerazione;

- come gli investimenti sostenibili sono allineati alle linee guida OCSE per le imprese multinazionali e ai Principi Guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani (c.d. clausole di salvaguardia);
- gli elementi *binding* della politica di investimento e la *policy* per la valutazione della *good governance*.

Al riguardo, nell’ottica della definizione di informazioni chiare e corrette per gli investitori finali, si richiama l’attenzione degli operatori:

- ✓ all’individuazione chiara e circoscritta delle caratteristiche promosse e/o degli obiettivi perseguiti. Al riguardo, l’utilizzo di espressioni generiche quali, ad esempio, “il prodotto persegue obiettivi ambientali/sociali” dovrebbe essere evitato;
- ✓ all’individuazione di uno o più indicatori funzionali alla valutazione di ciascuna delle caratteristiche promosse/obiettivi perseguiti;
- ✓ alla rappresentazione (anche in termini sintetici) dell’approccio di valutazione adottato per la verifica del principio del DNSH e delle clausole di salvaguardia. Con specifico riguardo al DNSH, alla chiara rappresentazione che tale principio è valutato tenendo in considerazione tutti gli indicatori di natura obbligatoria (indicatori di cui alla tabella 1 dell’Allegato 1 del Regolamento delegato UE 2022/1288) esplicitando gli ulteriori indicatori di natura opzionale (indicatori di cui alle tabelle 2 e 3 dell’Allegato 1 del Regolamento delegato UE 2022/1288) che sono ritenuti rilevanti alla luce delle connotazioni ESG del prodotto;
- ✓ ad una rappresentazione dell’informativa sulla strategia e sulla verifica della *good governance*³ che risulti adeguatamente sostanziata con il riferimento, ad esempio, all’indicazione (sintetica) dei *negative screening*, dei criteri di selezione in positivo, nonché degli obiettivi gestionali definiti in termini di ESG risk o ESG rating a livello di emittente e di portafoglio;
- ✓ con riguardo alla verifica della *good governance*, alla chiara rappresentazione che tale verifica concerne tutti gli investimenti del portafoglio (e non esclusivamente la porzione di investimenti volta a promuovere caratteristiche ambientali/sociali ovvero investimenti sostenibili)⁴;
- ✓ per quanto riguarda i prodotti art. 9, che i *benchmark* eventualmente designati siano basati su metodologie e criteri di natura “sostenibile” nell’ottica di assicurare la coerenza tra la connotazione del prodotto e il relativo parametro di riferimento.

³ In merito alla *good governance* rilevano i chiarimenti pubblicati sia dalla European Commission che dalle ESAs volti a specificare che la verifica del principio di *good governance* non copre specifiche asset classes; in particolare: **a)** i bond governativi (“Therefore, a financial product referred to in Article 8, paragraphs 1, 2 and 2a, of Regulation (EU) 2019/2088 investing only in government bonds does not need to apply the requirements related to good governance practices [...]” EC Q&As del 17 maggio 2022); **b)** i real assets (“By extension from Q&A V.6, real assets like cars or real estate held in SPVs or holding companies do not require a good governance practice check, only investee companies do.” ESAs Q&A n. V.27 - JC 2023 18).

⁴ Rileva, al riguardo, il chiarimento fornito dalle ESAs secondo cui “Where a financial product referred to in Article 8, paragraphs 1, 2 and 2a, of Regulation (EU) 2019/2088 pursues investment in companies, the companies must follow good governance practices. Failing that, the financial product is in breach of Article 8 of Regulation (EU) 2019/2088.” (ESAs Q&A n. V.5 – JC 2023 18).



Il *template* **sull'informativa periodica** (allegati IV e V del Regolamento delegato UE 2022/1288) è funzionale a fornire all'investitore l'informativa sui risultati conseguiti in relazione ai profili ESG e di sostenibilità dichiarati ex ante.

In particolare, è prevista l'informativa in merito a:

- la misura in cui sono state soddisfatte le caratteristiche promosse dal prodotto ovvero sono stati conseguiti gli obiettivi di investimento sostenibile, con specifica indicazione della prestazione degli indicatori di sostenibilità;
- in relazione agli investimenti sostenibili (eventualmente) effettuati, il modo in cui sono stati presi in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità al fine della verifica del DNSH;
- la quota degli investimenti sostenibili con un obiettivo ambientale allineata alla tassonomia UE; la quota degli investimenti sostenibili con un obiettivo ambientale non allineata alla tassonomia UE; la quota di investimenti socialmente sostenibili.

Al riguardo, si richiama l'attenzione degli operatori:

- ✓ alla rappresentazione del valore assunto *ex post* da ciascuno degli indicatori individuati *ex ante* per misurare il livello di conseguimento di ciascuna caratteristica promossa/obiettivo perseguito;
- ✓ in relazione al principio del DNSH, alla rendicontazione del rispetto o meno dei criteri quali/quantitativi alla base della valutazione degli indicatori di impatto avverso.

3.2 L'inclusione dei fattori ESG nel processo decisionale per la gestione degli OICR

Le modifiche agli atti delegati della AIFMD e della UCITS prevedono, tra l'altro, che:

- il rischio di sostenibilità sia integrato – sotto la responsabilità dell'alta dirigenza - nella gestione dei fondi (UCITS e fondi di investimento alternativi, c.d. FIA);
- la mappatura dei conflitti di interesse includa anche i tipi di conflitti derivanti dall'integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi;
- i gestori si dotino di risorse e competenze necessarie per l'integrazione dei rischi di sostenibilità;
- il processo di gestione dei rischi consideri l'esposizione degli OICR al rischio di sostenibilità.

Le informazioni circa le politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi decisionali relativi agli investimenti devono, inoltre, essere pubblicate sui siti web del gestore (art. 3 SFDR).

L'analisi delle *policies* ESG dei gestori ha evidenziato che la selezione degli investimenti con profili ESG e/o di sostenibilità è posta in essere a partire da:

- criteri di esclusione;
- criteri di selezione in positivo;
- definizione di obiettivi in termini di ESG *score* o *rating* a livello di portafoglio e/o di singolo emittente.



Al riguardo, nell'ottica dell'adozione da parte dei gestori di meccanismi operativi robusti ed efficaci, si richiama l'attenzione degli operatori:

- ✓ alla previsione di efficaci modalità di monitoraggio del rispetto delle liste di esclusione, nonché alla previsione di una tempistica di revisione delle liste tale da consentire che le stesse risultino costantemente aggiornate rispetto all'evoluzione dell'operatività delle imprese *target*;
- ✓ alla definizione di criteri per la selezione degli investimenti (e.g., soglie di accettabilità per l'investimento, metriche e indicatori) che risultino efficaci al fine dell'identificazione delle iniziative imprenditoriali che, dal punto di vista dei parametri ESG, siano effettivamente virtuose o al momento dell'investimento o in una prospettiva evolutiva. In particolare, tali criteri dovranno essere tali da consentire che le scelte di investimento costituiscano la risultante della valutazione delle singole società *target*, sulla base di informazioni che consentano una adeguata conoscenza di ciascuno dei *pillar* (E-S-G) e, nell'ambito di questi, dei parametri che sono rilevanti in considerazione delle caratteristiche promosse/obiettivi perseguiti; ciò avendo anche a mente che la metodologia dovrà essere tale da assicurare che ciascuna società *target* sia conforme al requisito della *good governance*;
- ✓ nel caso che la valutazione dei singoli *pillar* (e dei parametri sottesi agli stessi) rilevanti in considerazione delle connotazioni ESG del prodotto, sia integrata dall'utilizzo di un indicatore sintetico (e.g., in termini di score/rating/rischio ESG del portafoglio e, ove rilevante, del benchmark) che è computato sulla base di una metodologia interna, definizione di una procedura oggettiva per il computo dell'indicatore, che assicuri l'equivalenza nella valutazione del fondo e in quella del benchmark e tale da consentire la verificabilità ex post;
- ✓ alla verifica del rispetto dei criteri di selezione previamente definiti sulla base di informazioni aggiornate ed affidabili; alla definizione di criteri oggettivi per la gestione degli emittenti per i quali non siano disponibili, in tutto o in parte, informazioni;
- ✓ alla definizione di un processo che - considerato nella sua interezza – risulti indipendente, trasparente e corretto. Al riguardo, acquista rilevanza la separatezza funzionale ed organizzativa delle tre principali fasi del processo (**a.** la definizione dei criteri e degli obiettivi ESG e degli elementi *binding* per il conseguimento degli obiettivi sostenibili e/o delle caratteristiche ambientali e/o sociali; **b.** l'implementazione delle scelte di investimento; **c.** il monitoraggio del rispetto degli obiettivi e dei criteri *binding* che sono stati previamente definiti), nonché la tracciabilità del processo in modo che lo stesso sia ricostruibile ex post.

4. Conclusioni

La Consob, alla luce anche del contenuto del presente richiamo, proseguirà la propria azione di vigilanza sulle modalità di attuazione delle disposizioni in materia di “finanza sostenibile” per i gestori.

Tale attività sarà svolta tenendo in considerazione il processo evolutivo che la regolamentazione in rilievo sta attraversando, con particolare riferimento all'attività di coordinamento svolta a livello UE.

IL PRESIDENTE
Paolo Savona

ALLEGATO

Esempi di good (+) e poor (-) practices

INFORMATIVA PRECONTRATTUALE A LIVELLO DI PRODOTTO CHIAREZZA E CORRETTEZZA		
AREA DI ATTENZIONE PER LA DISCLOSURE	PRASSI OPERATIVE	Good practices (+) Poor practices (-)
Caratteristiche promosse/obiettivi perseguiti	Individuazione delle caratteristiche promosse/obiettivi perseguiti tramite espressioni generiche (e.g., il prodotto promuove caratteristiche ambientali; il prodotto persegue obiettivi sociali)	-
	<i>Disclosure</i> , in luogo delle caratteristiche promosse/obiettivi perseguiti, di valori obiettivo dell'ESG <i>rating</i> o ESG <i>risk</i> del portafoglio (che potranno, invece, essere rappresentati nella descrizione della strategia di investimento)	-
	Individuazione di caratteristiche ed obiettivi eccessivamente numerosi (che non risultano funzionali ad orientare <i>ex ante</i> la selezione degli investimenti effettuati dal prodotto quanto piuttosto a consentire <i>ex post</i> di giustificare tali investimenti alla luce di almeno uno di tali caratteristiche od obiettivi)	-
	Individuazione specifica delle caratteristiche promosse/obiettivi perseguiti sulla base di classificazioni ufficialmente riconosciute (e.g., sub-obiettivi identificati per gli SDG delle Nazioni Unite ovvero, per la parte ambientale, la classificazione degli obiettivi di cui all'art. 9 del Regolamento Tassonomia e, per la parte sociale, la classificazione di cui <i>final report</i> sulla tassonomia sociale pubblicato dalla <i>Platform on sustainable finance</i> nel febbraio 2022)	+
Indicatori per misurare il grado di conseguimento delle caratteristiche/obiettivi	Identificazione in via esclusiva di un indicatore sintetico della <i>performance</i> del portafoglio sul complesso delle caratteristiche e degli obiettivi perseguiti	-
	Identificazione di uno o più indicatori specifici in riferimento a ciascun obiettivo e/o caratteristica	+
	Rappresentazione di una tabella che associ ad ogni singola caratteristica ed obiettivo il/i relativo/i indicatore/i	+

DNSH	Generico riferimento al fatto che i PAI (<i>principal adverse impact indicators</i>) e la <i>good governance</i> sono valutati sulla base di modelli interni, senza fornire ulteriori dettagli in merito a tali modelli	-
	Utilizzo di espressioni generiche quali “sono considerati i principali indicatori”	-
	Specificazione che la verifica del DNSH implica la verifica di tutti i PAI di natura obbligatoria e, ove rilevante, specificazione degli ulteriori PAI di carattere opzionale ritenuti rilevanti in considerazione delle caratteristiche promosse/obiettivi perseguiti	+
	Sintetica rappresentazione dell’approccio di valutazione adottato dal gestore, ad esempio, facendo riferimento alla tipologia di soglie di natura qualitativa e/o quantitativa stabilite internamente	+
Elementi <i>binding</i> della strategia	Rappresentazione sintetica dei <i>negative screening</i> , dei criteri di selezione in positivo nonché degli obiettivi gestionali definiti in termini, ad esempio, di ESG risk o ESG rating del portafoglio	+
INFORMATIVA PERIODICA A LIVELLO DI PRODOTTO CHIAREZZA E CORRETTEZZA		
AREA DI ATTENZIONE PER LA DISCLOSURE	PRASSI OPERATIVE	Good practices (+) Poor practices (-)
Misura in cui sono state soddisfatte caratteristiche/obiettivi	Rappresentazione in forma tabellare del valore assunto <i>ex post</i> dagli indicatori individuati <i>ex ante</i> per misurare ciascuna specifica caratteristica/obiettivo	+
	Nel caso di disclosure dell’indicatore sintetico sull’andamento del profilo ESG del prodotto (ESG score/risk/rating) e di quello del benchmark, ove ambedue tali indicatori siano computati dal gestore, rappresentazione di tale circostanza con evidenza che la metodologia alla base del computo è la medesima per il fondo e per il benchmark ed è basata su criteri oggettivi	+
DNSH	Rendicontazione chiara e sintetica del rispetto o meno dei criteri quali/quantitativi alla base della valutazione degli indicatori di impatto avverso	+

INTEGRAZIONE FATTORI ESG NEL PROCESSO DECISIONALE ROBUSTEZZA ED EFFICACIA DEL PROCESSO		
AREA DI ATTENZIONE PER IL PROCESSO	PRASSI OPERATIVE	Good practices (+) Poor practices (-)
Liste di esclusione	Implementazione nella procedura di front office di limiti bloccanti relativi alle liste di esclusione	+
	Tempistica di revisione delle liste almeno annuale	+
	Calibrazione delle liste di esclusione a seconda dell'ambizione di sostenibilità dell'OICR	+
Criteri di selezione e monitoraggio degli investimenti	Criteri di selezione parametrati esclusivamente al portafoglio considerato nella sua interezza e non ai singoli emittenti (e.g., in termini di score/rating/rischio ESG del portafoglio)	-
	Definizione di soglie di accettabilità per l'investimento sui pillar E-S-G paramtrate ai singoli emittenti	+
	Calibrazione dei criteri di selezione a seconda dell'ambizione di sostenibilità dell'OICR	+
Utilizzo delle informazioni ESG	Utilizzo di informazioni ESG messe a disposizione da un unico infoprovider senza ulteriori verifiche e confronti	-
	Utilizzo di informazioni concernenti il profilo ESG dell'emittente in termini di valutazione complessiva, senza il dettaglio della valutazione relativa ai singoli pillar e, in riferimento a ciascuno di questi, ai parametri agli stessi sottesi	-
	In relazione agli emittenti per i quali non sono disponibili (in tutto o in parte) informazioni ESG, previsione di filtri o divieti all'investimento (a seconda che l'assenza di informazioni sia parziale o totale e concerna o meno aspetti chiave per la valutazione dei temi ESG)	+