

Consultazioni EIOPA ed ESMA

Rischi per la sostenibilità (IDD, MiFID II, UCITS e AIFMD)

Premessa.

Si riportano le risposte di ANASF alle tre consultazioni, tenute da ESMA ed EIOPA, per integrare i rischi e i fattori di **sostenibilità**:

- nella direttiva **IDD**
- nella direttiva **MiFID II**
- nelle direttive **UCITS e AIFMD**.

DIRETTIVA IDD

10. Convenite che i conflitti di interesse possono sorgere con riguardo agli obiettivi ESG dei clienti di imprese e intermediari assicurativi.

- **Si**
- **No**

Motivare la risposta.

Riteniamo che le disposizioni sui conflitti di interesse dovrebbero avere una portata applicativa quanto più ampia possibile, pertanto dovrebbero includere tutte le possibili fonti di conflitti di interesse. Al tempo stesso concordiamo con l'approccio proposto basato su principi di livello generale al fine di evitare oneri regolatori eccessivi. Più in generale, è necessario che il processo utilizzato a tal fine sia efficace per la società e comprensibile anche da parte dell'investitore.

11. Convenite che i conflitti di interesse rispetto agli obiettivi ESG dei clienti possono sorgere in particolare con riferimento alle strategie di investimento delle attività della clientela e ai diritti degli azionisti in società in cui le attività dei clienti con preferenze ESG sono investite?

- **Si**
- **No**

Motivare la risposta.

Concordiamo con gli esempi proposti e consideriamo che la specifica "ove applicabile" di cui all'art. 3(1) sia necessaria: gli obiettivi ESG dovrebbero essere considerati solo quando applicabile, cioè quando sono identificati insieme a caratteristiche, bisogni e obiettivi del cliente.

14. Quali attuali standard di mercato o "etichette" avete intenzione di tenere conto o di cui tenete già conto per considerare i fattori ESG? Quali aspetti individuate quando vi basate sugli attuali standard di mercato o "etichette"? Argomentare.

Uno dei principali ostacoli allo sviluppo degli investimenti ESG è la mancanza di una

definizione comune di ciò che costituisce investimento sostenibile. Le istituzioni UE dovrebbero pertanto sviluppare una specifica definizione comune di investimenti, preferenze, obiettivi e rischi ESG al fine di creare un effettivo *level playing field*, di promuovere la trasparenza ed evitare l'arbitraggio normativo.

A tal fine la definizione può essere basata sulla nozione di "investimenti sostenibili" di cui all'art. 2, lett. o), della proposta di Regolamento UE sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità.

15. Concordate con gli emendamenti proposti, in particolare sulla considerazione delle preferenze ESG dei clienti nella valutazione del mercato target?

- **Si**
- **No**

Motivare la risposta.

Riteniamo che le preferenze ESG dovrebbero essere considerate nella valutazione del mercato target da parte dell'ideatore del prodotto al fine di integrare e supportare, a un livello più generale e preliminare, le recenti proposte della Commissione europea di emendamento degli atti delegati MiFID II e IDD (Regolamenti delegati UE 2017/565 e 2359) per assicurare che degli aspetti ESG si tenga conto nel processo di consulenza, sia nella profilazione del cliente che nella successiva selezione del prodotto. Particolare attenzione dovrà essere prestata all'eventualità che la scelta di aspetti e obiettivi ESG possa incidere sul profilo di rischio modificandone l'assegnazione a una determinata classe: a parità di altri elementi, la scelta di politiche di investimento ESG potrebbe infatti modificare il livello di rischio degli investimenti con una possibile riduzione del grado di rischio (al riguardo, risulterà importante verificare le indicazioni provenienti da studi empirici sui mercati). Tutte le proposte potenziano altresì il ruolo chiave dei consulenti finanziari nel promuovere la consapevolezza degli aspetti ESG tra i cittadini, sviluppando pertanto l'educazione finanziaria e l'assunzione di decisioni di investimento responsabile e informate.

16. Convenite che l'identificazione del mercato target dovrebbe specificare se un prodotto assicurativo è compatibile con la distribuzione ai clienti con obiettivi ESG oppure no?

- **Si**
- **No**

Motivare la risposta.

Riteniamo necessario specificare se un prodotto assicurativo sia compatibile per la distribuzione a clienti con obiettivi ESG (o se non lo sia) alla luce della crescente complessità di mercato – anche riguardo agli aspetti ESG – e della risultante domanda di informazione e formazione espressa da consulenti finanziari e cittadini. Più in generale evidenziamo la necessità di raggiungere livelli di completa trasparenza nel settore assicurativo, così da rendere possibile, nell'interesse anzitutto dei cittadini, una

classificazione effettiva del contenuto dei contratti assicurativi, in relazione a tutti i profili di rilievo, compresi gli aspetti ESG.

17. Convenite che il test del prodotto assicurativo durante il processo di approvazione, così come il monitoraggio e la revisione del prodotto durante la sua “vita” dovrebbe includere i fattori ESG?

- **Si**
- **No**

Motivare la risposta.

Conveniamo con l’inclusione dei fattori ESG nel test, monitoraggio e revisione del prodotto assicurativo, posto che per lo stesso si presupponga un profilo ESG (par. 100 del Consultation Paper). Concordiamo anche con il par. 103: il test richiede anche di valutare se gli attivi sottostanti di un prodotto a base assicurativa con obiettivi ESG siano e rimangano tali proprio alla luce degli obiettivi ESG.

Infine, crediamo che i fattori ESG potrebbero essere considerati in relazione ad altri prodotti assicurativi, in aggiunta ai prodotti di investimento a base assicurativa (cfr. l’esempio di cui al par. 104, riferito a contratti assicurativi a lungo termine quali i prodotti assicurativi contro l’invalidità professionale). Come spiegato nella risposta alla domanda 16, è però necessario, quale condizione preliminare, raggiungere livelli di completa trasparenza nel settore assicurativo.

DIRETTIVA MiFID II

Q1: Concordate con l’approccio proposto e con le modifiche all’art. 21 del Regolamento delegato MiFID II sui requisiti organizzativi generali? Argomentare.

Sì concordiamo con l’approccio proposto, cioè che le imprese devono tenere conto degli aspetti ESG nella prestazione dei servizi di investimento quando si conformano ai requisiti organizzativi generali.

Q2: Concordate con l’approccio proposto e con le modifiche all’art. 23 del Regolamento delegato MiFID II sulla gestione del rischio? Argomentare.

Sì concordiamo con l’approccio proposto, cioè che le imprese devono tenere conto dei fattori ESG nel contesto delle politiche e procedure di gestione del rischio.

Q3: Concordate con l’approccio proposto e con il nuovo considerando sui conflitti di interesse? Argomentare.

Sì concordiamo con l’approccio proposto e il nuovo considerando, cioè che le imprese quando identificano i conflitti di interesse dovrebbero includere quelli che possono insorgere dalla distribuzione di investimenti ecosostenibili, investimenti sociali o investimenti rispondenti a criteri di buona governance. Riteniamo che le disposizioni sui

conflitti di interesse dovrebbero essere quanto più possibile ad ampio raggio, includendo cioè tutte le possibili fonti di conflitti.

Q5. Di quali attuali standard di mercato o “etichette” avete intenzione di tenere conto o di cui tenete già conto per considerare i fattori ESG? Quali aspetti individuate quando vi basate sugli attuali standard di mercato o “etichette”? Argomentare.

Uno dei principali ostacoli allo sviluppo degli investimenti ESG è la mancanza di una definizione comune di ciò che costituisce investimento sostenibile. Le istituzioni UE dovrebbero pertanto sviluppare una specifica definizione comune di investimenti, preferenze, obiettivi e rischi ESG al fine di creare un effettivo *level playing field*, di promuovere la trasparenza ed evitare l'arbitraggio normativo.

A tal fine la definizione può essere basata sulla nozione di “investimenti sostenibili” di cui all'art. 2, lett. o), della proposta di Regolamento UE sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità.

Q6: Concordate con l'approccio proposto e con le modifiche agli articoli della direttiva delegata MiFID II sulla product governance? Argomentare.

Sì concordiamo con l'approccio e con gli emendamenti proposti sulla product governance con riferimento all'inclusione dei fattori ESG nel test, nel monitoraggio e nella revisione dei prodotti finanziari ad opera degli ideatori del prodotto. Segnaliamo altresì che particolare attenzione dovrà essere prestata all'eventualità che la scelta di aspetti e obiettivi ESG possa incidere sul profilo di rischiosità modificandone l'assegnazione a una determinata classe: a parità di altri elementi, la scelta di politiche di investimento ESG potrebbe infatti modificare il livello di rischiosità degli investimenti con una possibile riduzione del grado di rischio (al riguardo, risulterà importante verificare le indicazioni provenienti da studi empirici sui mercati).

Q10. Di quali attuali standard di mercato o “etichette” avete intenzione di tenere conto o di cui tenete già conto per considerare i fattori ESG? Quali aspetti individuate quando vi basate sugli attuali standard di mercato o “etichette”? Argomentare.

Uno dei principali ostacoli allo sviluppo degli investimenti ESG è la mancanza di una definizione comune di ciò che costituisce investimento sostenibile. Le istituzioni UE dovrebbero pertanto sviluppare una specifica definizione comune di investimenti, preferenze, obiettivi e rischi ESG al fine di creare un effettivo *level playing field*, di promuovere la trasparenza ed evitare l'arbitraggio normativo.

A tal fine la definizione può essere basata sulla nozione di “investimenti sostenibili” di cui all'art. 2, lett. o), della proposta di Regolamento UE sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità.

Q11: Concordate con l'approccio proposto e con le modifiche al par. 28 delle linee guida sull'adeguatezza? Argomentare.

Si concordiamo con l'approccio e con le modifiche. In particolare, concordiamo con il par. 11 del Consultation Paper: *“le considerazioni sulla sostenibilità non devono assumere maggiore rilevanza rispetto agli altri criteri di adeguatezza, ma dovrebbero essere prese in considerazione solo dopo che la valutazione di adeguatezza è stata effettuata secondo i criteri di conoscenza ed esperienza, situazione finanziaria e obiettivi di investimento. Solo dopo aver identificato la gamma di prodotti adeguati per il cliente attraverso la valutazione di adeguatezza, in una fase successiva occorre valutare quale prodotto soddisfi meglio le preferenze ESG del cliente”*.

Come spiegato nella Q6, segnaliamo che particolare attenzione dovrà essere prestata all'eventualità che la scelta di aspetti e obiettivi ESG possa incidere sul profilo di rischio modificandone l'assegnazione a una determinata classe.

Inoltre, effettuata la profilazione secondo i criteri dettati da MiFID, il cliente potrà esprimere quindi la propria preferenza verso un portafoglio a composizione ESG. Questa rappresenterà un ulteriore filtro qualitativo opzionale nella prestazione della consulenza prevista

Q13: Concordate con l'approccio proposto e con le modifiche al par. 30 delle linee guida sull'adeguatezza?

Si concordiamo con l'approccio e con le modifiche, cioè che le imprese di investimento dovrebbero adottare procedure, metodi e strumenti solidi e obiettivi che consentano loro di valutare adeguatamente le diverse caratteristiche (incluse, ove applicabili, considerazioni ESG) e i fattori di rischio pertinenti.

A livello più generale, segnaliamo l'opportunità di integrare le Linee guida mediante previsioni volte a far sì che l'esito della valutazione di adeguatezza possa consentire agli investitori più giovani l'accesso a prodotti di rischio più alto laddove il piano di investimento sia realizzato in modalità accumulativa (in Italia PAC, Piani di accumulo) rispetto all'ipotesi alternativa dell'investimento *una tantum*: il carattere flessibile e modulare di tali piani consente, infatti, di conseguire una maggiore tolleranza al rischio coerentemente con il ciclo di vita dell'investitore più giovane.

DIRETTIVE UCITS E AIFMD

Q1: come intendete o intendeste la nozione di “rischi per la sostenibilità” per gli atti delegati proposti nell'ambito delle direttive UCITS e AIFMD?

Concordiamo con il par. 17 del Consultation Paper: i rischi per la sostenibilità dovrebbero essere intesi quali il “rischio di una fluttuazione del valore delle posizioni nel portafoglio del fondo dovuti a fattori ESG”. Al tempo stesso crediamo che una nozione comune sia necessaria per creare un effettivo *level playing field*, promuovere la trasparenza ed evitare l'arbitraggio normativo.

Segnaliamo altresì che particolare attenzione dovrà essere prestata all'eventualità che la

scelta di aspetti e obiettivi ESG possa incidere sul profilo di rischio del prodotto modificandone l'assegnazione a una determinata classe: a parità di altri elementi, la scelta di politiche di investimento ESG potrebbe infatti modificare il livello di rischio degli investimenti con una possibile riduzione del grado di rischio (al riguardo, risulterà importante verificare le indicazioni provenienti da studi empirici sui mercati). Si pensi, ad esempio, al caso di un *hedge fund* che, adottando una politica di investimento ESG-compliant, a parità di altre caratteristiche riduca il proprio profilo di rischio rispetto a un altro *hedge fund* non ESG-compliant con conseguente possibilità di ricorrere a una maggiore leva finanziaria.

Q2: Concordate con gli emendamenti proposti relativi ai requisiti organizzativi di cui sopra, basati su un approccio con principi di natura generale? Se no, motivate la vostra preferenza per un approccio più granulare e descrivete come lo stesso dovrebbe essere incluso nelle disposizioni menzionate.

Concordiamo con gli emendamenti. L'approccio proposto, basato su principi di natura generale, raggiunge il necessario equilibrio tra la proporzionalità e la necessità di assicurare che le società di gestione tengano conto di rischi e fattori per la sostenibilità quando si conformano ai requisiti generali su procedure, organizzazione e risorse.

Q5: Convenite con gli emendamenti proposti alle disposizioni relative alla due diligence secondo un approccio con principi di natura generale? Se no, argomentate le ragioni per preferire un approccio più granulare e descrivete come lo stesso dovrebbe essere incluso nelle disposizioni menzionate.

Concordiamo con gli emendamenti. L'approccio con principi di natura generale raggiunge il necessario equilibrio tra la proporzionalità e la necessità di assicurare che le società di gestione tengano conto di rischi e fattori per la sostenibilità quando si conformano ai requisiti relativi a identificazione dei conflitti di interesse, due diligence nella selezione e nel monitoraggio degli investimenti, adeguate conoscenze e comprensione degli attivi in cui il fondo UCITS/FIA investe.

Q6: Ritenete opportuno elaborare ulteriormente le disposizioni sull'identificazione e il monitoraggio di rischi, fattori e indicatori di sostenibilità, che sono rilevanti per il rendimento finanziario dell'investimento?

Riteniamo che il mero criterio basato sul rendimento finanziario degli investimenti non corrisponda ai principi della finanza sostenibile. L'esempio di cui al par. 27 afferma:

“Ad es., quando si analizza l'investimento in un'impresa industriale, i rischi sociali dovrebbero essere considerati quali rilevanti per la valutazione degli investimenti. Un fattore che porta al materializzarsi di questo rischio potrebbe essere la sicurezza dei lavoratori che lavorano nel sito produttivo. Un indicatore che potrebbe essere utilizzato per monitorare quel fattore è il numero di incidenti. Un incremento nel numero di incidenti dovrebbe essere

monitorato se porta a una diminuzione del valore degli investimenti."

Se consideriamo il caso di un investitore con preferenze ESG è probabile che lo stesso investa in UCITS/FIA che investono nell'impresa industriale Alfa, poiché tale impresa ha cura della sicurezza dei lavoratori che lavorano nel sito produttivo quale principio generale. L'investimento nella società Alfa cesserebbe cioè di essere conforme alle preferenze ESG dell'investitore ogniqualvolta si verifici un aumento del numero di incidenti, ne sia o meno influenzato il valore degli investimenti. Possiamo considerare un altro esempio riguardante il *dumping* sociale: l'impresa Beta risparmia, realizza profitti e incrementa il suo valore riducendo gli standard sociali e lavorativi: questo è chiaramente un investimento non sostenibile, benché l'indicatore relativo al numero di incidenti non impatti sulla valutazione dell'investimento.

Più in generale, crediamo che la finanza sostenibile dovrebbe:

- essere interpretata come la necessità di combinare la ricerca del rendimento finanziario con il rispetto di principi etici, sociali e ambientali. Vale a dire, le prestazioni non dovrebbero essere l'unico risultato, perché gli investitori ESG stanno sviluppando un approccio agli investimenti che è diverso dagli standard sviluppati fino ad oggi;
- dare un contributo sostanziale a uno stile di vita e a una sensibilità che è "sostenibile nel suo insieme", cioè considerando tutti gli aspetti della vita dei cittadini.

Q9: Concordate con le proposte di emendamento alle disposizioni riguardanti il risk management, fondate su un approccio con principi di natura generale? Se no, argomentate le ragioni per preferire un approccio più granulare e descrivete come lo stesso dovrebbe essere incluso nelle disposizioni menzionate.

Concordiamo con gli emendamenti. L'approccio proposto con principi di natura generale raggiunge il necessario equilibrio tra la proporzionalità e la necessità di assicurare che le società di gestione valutino per ogni fondo UCITS/FIA gestito l'esposizione a tutti i rischi pertinenti, compresi i rischi per la sostenibilità.