

Convegni su problemi attuali di diritto e procedura civile
della Fondazione Centro nazionale di prevenzione e difesa sociale

XXXVI Convegno di studio su

**BANCHE, CONTRATTI DI FINANZIAMENTO ALLE
IMPRESE E SOSTENIBILITÀ**

15 - 16 dicembre 2023

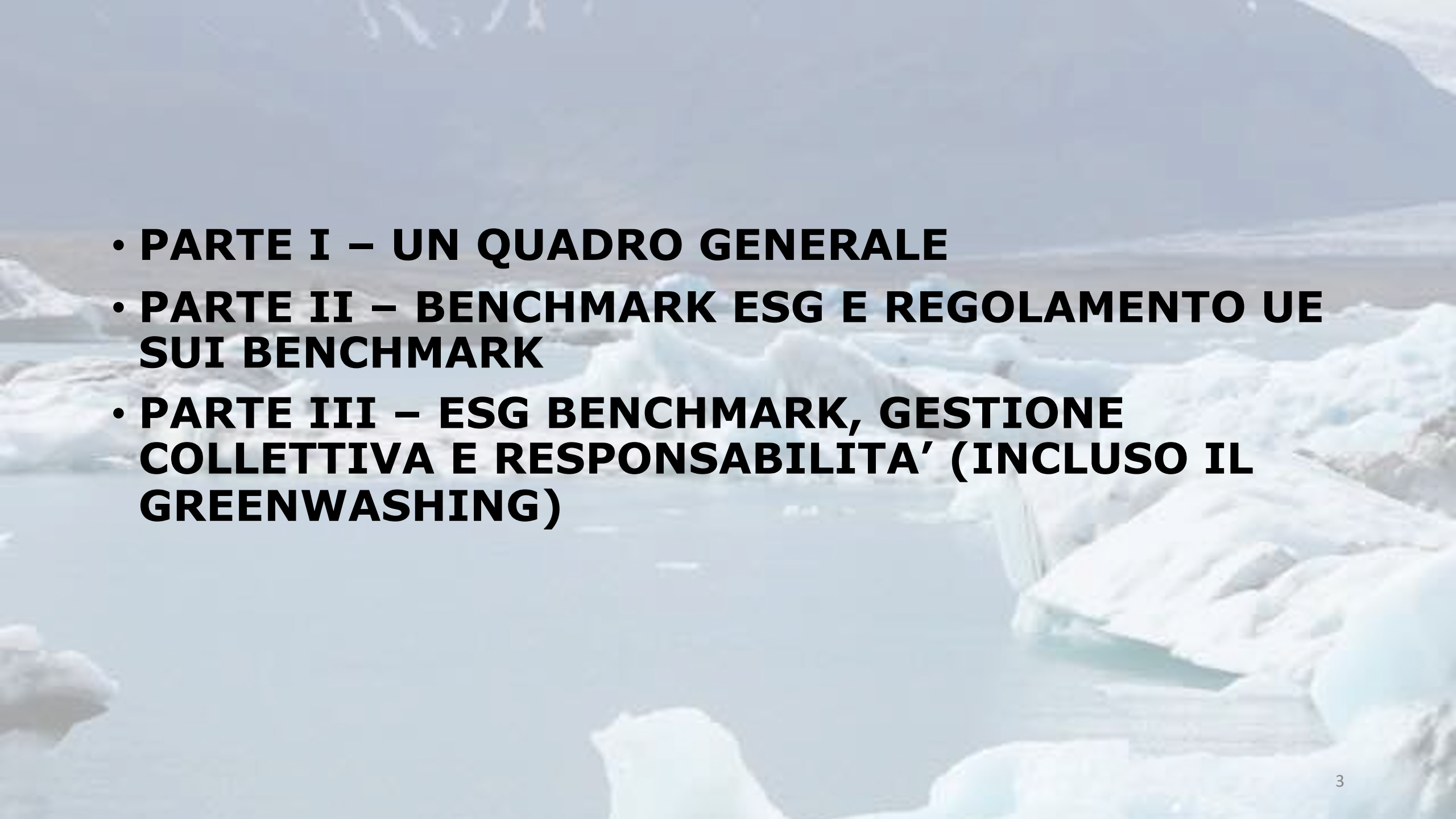
Filippo Annunziata

Università Luigi Bocconi Milano

Università Ca' Foscari Venezia

European Banking Institute Frankfurt

GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO E BENCHMARK ESG

- 
- **PARTE I – UN QUADRO GENERALE**
 - **PARTE II – BENCHMARK ESG E REGOLAMENTO UE SUI BENCHMARK**
 - **PARTE III – ESG BENCHMARK, GESTIONE COLLETTIVA E RESPONSABILITA' (INCLUSO IL GREENWASHING)**

PARTE I

UN QUADRO GENERALE

- La “ESG finance” e la ricerca di informazioni qualitativamente utili.
- **Asimmetrie informative accentuate** nel contest ESG.
- Ruolo degli intermediari delle informazioni ESG (**infomediary**):
 - Rating e benchmark (indici) ESG.



- I **rating ESG** misurano la performance ESG di un'impresa (come esposizione ai rischi o all'impatto ESG) su scale da 1 a 100 o espresse in termini relative sullo spettro noto AAA (leader) - CCC (ritardatario).
- I **benchmark ESG** che spesso si basano su dati simili, sono indici che includono società che soddisfano specifici criteri ESG.

- **I benchmark ESG possono essere classificati in due categorie principali.**
- **• Benchmark che integrano** i fattori ESG partendo da un universo «non ESG definito» (regionale, settoriale, ecc.).
- **• Benchmark che perseguono** uno o più obiettivi ESG specifici, compresi quelli che mirano ad allinearsi agli standard ESG più esigenti (ESG «impact»)

Name of the Benchmark	Administrator	Asset Class	Geographical focus
MSCI USA SRI Slct Rdc FsslFuel NR USD	MSCI	Equity	USA
SIX SRI Sweden Index GI	SIX	Equity	Sweden
Bloomberg SASB US Cor ESG x-Cntrv SI USD	Bloomberg	Fixed Income	USA
MSCI USA ESG Enhanced Focus CTB NR USD	MSCI	Equity	USA
BBgBarc MSCI Green Bond TR EUR	Bloomberg, MSCI	Fixed Income	Global
Solactive ISS ESG Scr Paris Alig Nordic	Solactive	Equity	Nordic
JPM ESG GBI-EM Global Div	J.P. Morgan	Fixed Income	Global
Solactive Sus Glb DE EU Paris-Ali TR GBP	Solactive	Equity	Global
MSCI World Climate Change CTB Select Index	MSCI	Equity	Global
MSCI Japan Low Carbon SRI Leader	MSCI	Equity	Japan
S&P Eurozone LargeMid P-A Climate NR EUR	S&P	Equity	Europe
Low Carbon 100 Europe PAB NR EUR	Euronext	Equity	Europe
Solactive Green Bond EUR USD IG TR EUR	Solactive	Fixed Income	Global
DJ Sus World Enlarg Ex ATGAFAE NR USD	Dow Jones	Equity	Global
S&P 500 NZ 2050 Paris-Aligned ESG NR USD	S&P	Equity	USA
WisdomTree Battery Solutions TR USD	WisdomTree	Equity	Global
Solactive Hydrogen Economy NR USD	Solactive	Equity	Global
FTSE Adva Cli RA EMU Gov Bond TR EUR	FTSE	Fixed Income	Europe
STOXX Global Smart City Infra NR USD	STOXX	Equity	Global
JPM China Custom Liq ESG Cap GR CNY	J.P. Morgan	Fixed Income	China
DAX@ 50 ESG	DAX	Equity	Germany
ECPI Global ESG Blue Economy (NR) Index	EPCI	Equity	Global
iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 Index	IHS Markit	Fixed Income	Europe
ROBO Gbl Healthcare Tech & Innov TR USD	ROBO Global	Equity	Global

Name of the Benchmark	Administrator	Asset Class	Geographical focus
Foxberry Sustnb Consensus Eur TR EUR	Foxberry	Equity	Europe
MVIS Global Hydrogen Economy TR USD	MV Index Solutions	Equity	Global
SPI® ESG weighted TR	SIX	Equity	Switzerland
WilderHill NewEnergy GLB Innovate TR USD	WilderHill	Equity	Global
EQM Global Solar Energy NR USD	EQM Indexes	Equity	Global
S&P/ASX 200 ESG Index	S&P/ASX	Equity	Australia
NXS Ethical & Climate Europe Index	Natixis	Equity	Europe
SciBeta Global Climate Impact Consistent EU PAB Compliant	Scientific Beta France SAS	Equity	Global
S&P CEO Value	Société Générale	Equity	Europe
2VA ESG NEUTRAL INDEX	BITA GmbH	Equity	USA
XINT ESG TVG PLATINUM World P USD Index	Index Intelligence GmbH	Equity	Global
ATHEX ESG index	Athens Exchange Group	Equity	Greece
GPR Asia Pacific Top 30 ESG Index	Global Property Research	Equity	Asia Pacific
WIG-ESG index	GPW Benchmark S.A.	Equity	Poland
Invesco Global Climate Alignment Index	Invesco Indexing LLC	Equity	Global
EQUITY CLIMATE CARE EUROPE NTR	BNP Paribas	Equity	Europe
FTSE4GOOD Index Series	FTSE	Equity	Spain
REFINTIV IX GLOBAL ESG	Refinitiv	Equity	Global
Jantzi Social Index	Sustainalytics	Equity	Canada

BENCHMARK ESG E SFDR

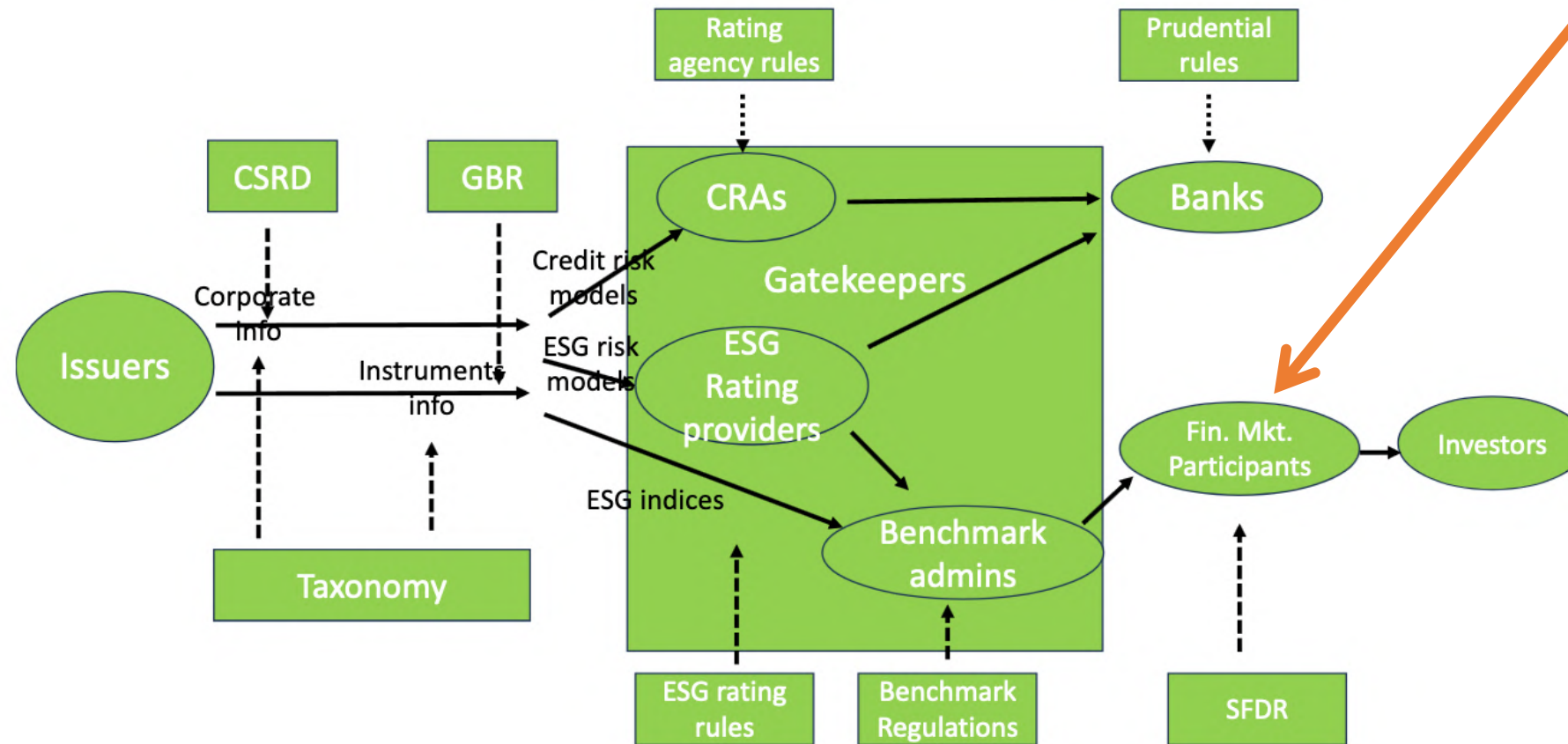
- Nell'UE, il Regolamento sulla Finanza Sostenibile (**SFDR**) è uno dei più importanti testi normative che compongono il Piano d'Azione per la Finanza Sostenibile.
- Si applica agli "operatori dei mercati finanziari" (FMP) e ai "prodotti finanziari" da essi offerti.



- I i partecipanti al mercato filtrano le informazioni dirette agli investitori, ma **essi stessi hanno bisogno di filtri** per distinguere tra prodotti normali o "grigi" che devono integrare i "rischi di sostenibilità", prodotti "light green" che promuovono le caratteristiche ESG8 e prodotti "dark green" che perseguono un "investimento sostenibile" verde scuro", che perseguono un obiettivo di "investimento sostenibile" .
- Gran parte di questa "**codifica a colori**" si basa su "indici" o "benchmark", e la SFDR lo riconosce espressamente, **facendo espressamente riferimento a indici/benchmark come base per i prodotti di colore verde chiaro o scuro.**

- Per produrre i loro indici, gli amministratori dei benchmark, a loro volta, ottengono queste informazioni da **fornitori esterni di rating/dati**, anche per specifici tipi di strumenti, come i green bond.
- Pertanto, come per i fondi indicizzati tradizionali e i rating del credito, **gli infomedari ESG svolgono una funzione di gatekeeper nel mercato della finanza sostenibile .**

Figure 1: Infomediaries in EU's framework on sustainable finance

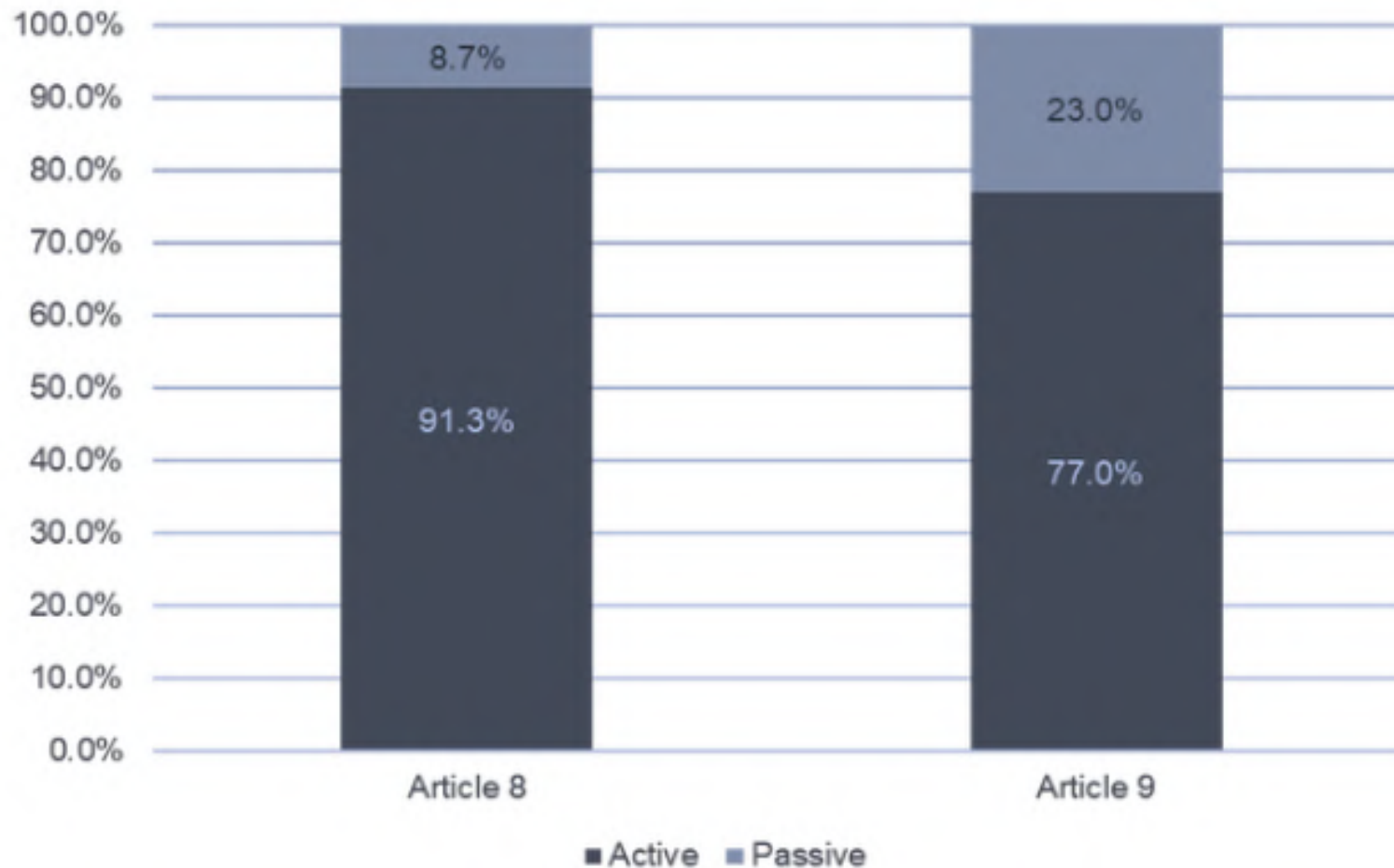


Source: own elaboration

- Per quanto riguarda i **benchmark**, questi sono fondamentali sia per gli investitori **attivi** che per quelli **passivi**.
- Per i primi, i benchmark ESG permettono di misurare la performance degli indici tradizionali, mentre per gli investitori passivi tali prodotti consentono di verificare la composizione del portafoglio.

- **I benchmark ESG sono utilizzati come riferimento per i fondi SFDR Articolo 8 e 9.**
- **Secondo un **rapporto Morningstar** pubblicato nel luglio 2022, i fondi SFDR Articolo 8 e Articolo 9 rappresentano il 50,9% della quota di mercato delle attività dei fondi UE, corrispondenti a 4,18 trilioni di euro a giugno 2022.**
- **In particolare, i fondi ex articolo 8 rappresentano il 45,9% del mercato e quelli ex articolo 9 il 5,0%. Inoltre, l'8,7% dei fondi ex articolo 8 e il 23% dei fondi ex articolo 9 disponibili per la vendita nell'UE sono fondi passivi, che seguono benchmark con un certo grado di attenzione all'ESG.**

Figure 3: Market share of active and passive Article 8 and 9 funds



La maggiore quota di mercato dei fondi passivi ex articolo 9 è in parte dovuta al crescente numero di fondi indicizzati e di ETF che seguono i benchmark allineati a Parigi (EU PAB) e ai benchmark della transizione climatica (EU CTB).



- **E' discusso se il solo fatto di seguire un PAB o un CTB dell'UE conferisca ai prodotti lo status di cui all'articolo 9 SFDR.**
- **La quota di mercato del 23% dei fondi passivi ex articolo 9 è leggermente superiore alla quota di mercato dei fondi passivi nell'universo complessivo dei fondi europei.**

- Esiste uno **stretto legame tra i rating ESG e i benchmark**: la **metodologia** di questi ultimi si basa in larga misura sui rating.
- In molti casi gli amministratori dei benchmark che **sono anche amministratori ESG** (ad esempio, MSCI, STOXX, Thomson Reuters).
- Al di là della semplice fornitura di dati, gli infomedieri ESG, come i rating e i benchmark, stanno emergendo come **strumento di governance** (voice/exit da parte degli investitori istituzionali).

- I benchmark ESG sono **benchmark "regolamentati"** ai sensi del Regolamento BMR, ovvero:
 - *sono indici "con riferimento ai quali l'importo pagabile in base a uno strumento finanziario o a un contratto finanziario o il valore di uno strumento finanziario o il valore di uno strumento finanziario, o un indice che viene utilizzato per misurare la di un fondo d'investimento allo scopo di seguire il rendimento di tale indice o di definire l'asset allocation di un portafoglio o di calcolare le commissioni di performance" (art. 3(1)(3) BMR).*

Opzione 1. Benchmark ad ampia integrazione ESG

- Cercano di **includere considerazioni generali ESG** nei benchmark "madre" esistenti, aggiustando e ribilanciando il peso dei diversi costituenti.
- Il loro obiettivo principale è fornire agli investitori l'opportunità di ottenere un'esposizione alle società con rating ESG più elevato **senza discostarsi molto dall'obiettivo del benchmark non ESG**.
- Per costruire questi indici, gli amministratori dei benchmark possono ripesare le società, selezionare i performer con un elevato rating ESG o escludere attività controverse dall'indice principale.

Opzione 2: I benchmark "ESG Impact"

- **Offrono agli investitori l'opportunità di:**
 - **indirizzare** il capitale verso settori o ambiti specifici che generano impatti ESG positivi
 - o
 - di **ridurre** al minimo l'esposizione a determinati settori/ambiti/attività.

Opzione 2: I benchmark "ESG Impact"

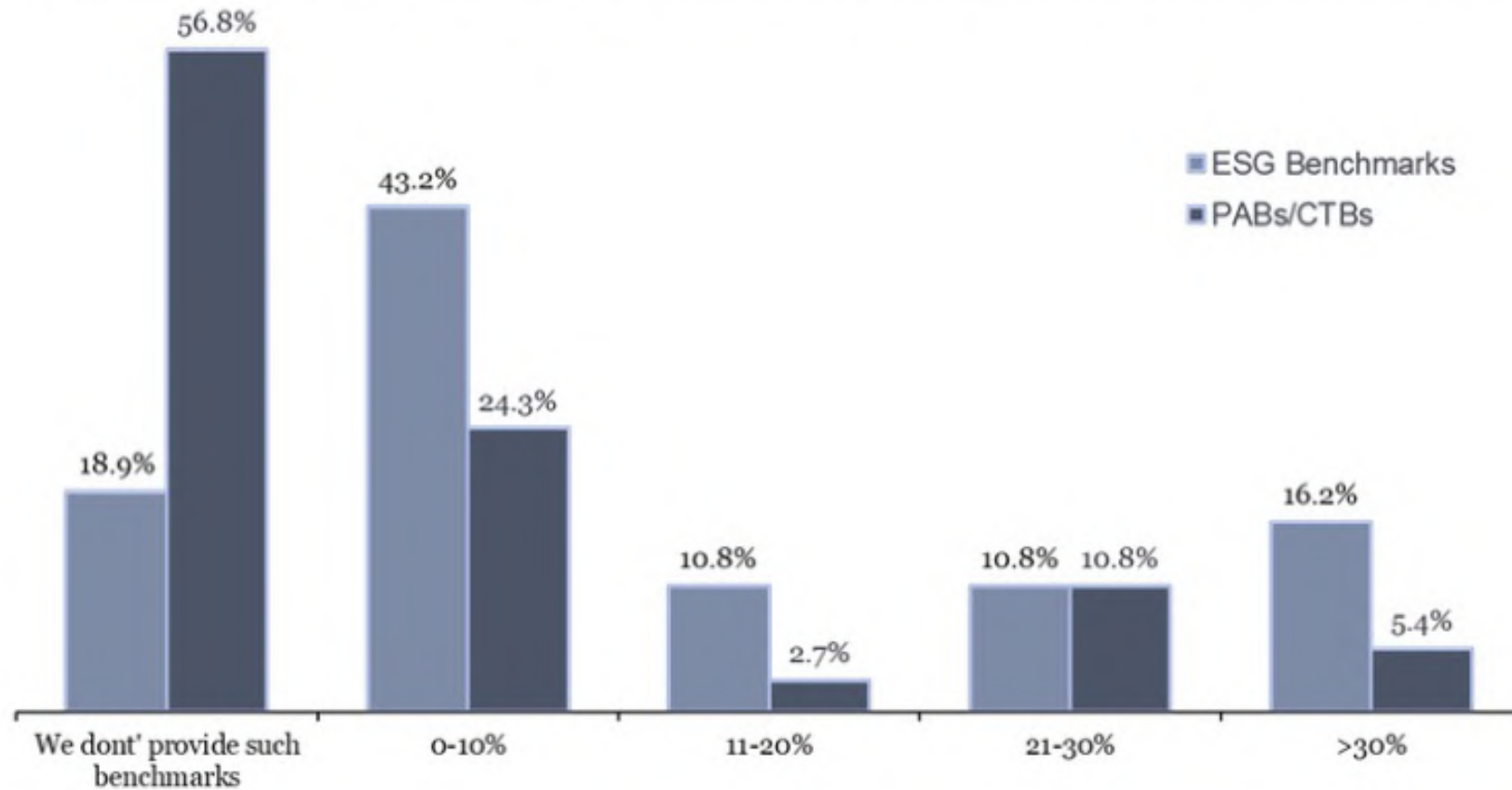
- Possono essere progettati ex novo o adattati da un benchmark già esistente.
- In questa categoria rientrano gli **EU Climate Benchmarks**, lanciati nel **2019** dalla Commissione UE , che rappresentano i primi standard riferiti ad un singolo elemento dei benchmark ESG (cioè l'ambiente) (**PAB e CTB**)
- Essi mirano a riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili, aumentando la comparabilità e la trasparenza e fornendo agli investitori uno strumento adeguato per misurare la decarbonizzazione.

- Una recente indagine dell'Index Industry Association (IIA) stima che **il numero di indici ESG sia cresciuto del 55% nel 2022 rispetto al 2021 e abbia superato i 50.000 in tutto il mondo per tutte le asset class.**
- La Commissione UE stima che **i benchmark ESG rappresentino circa il 10% dell'offerta totale degli amministratori.**
- È degno di nota il fatto che i benchmark ESG rappresentino una percentuale relativamente bassa del totale dei benchmark offerti dalle BA più grandi ma, in valori assoluti, la loro offerta è comunque significativa per il mercato. D'altro canto, alcune piccole BA si concentrano esclusivamente sui benchmark ESG.
- La quota di **PAB e CTB dell'offerta dei BA è più bassa, anche a causa della loro novità e della severità dei loro requisiti.**



Come si evince dalla figura seguente, quasi il 60% delle BA non offre PAB o CTB UE e per il 24% di quelle che li offrono rappresentano al massimo il 10% dell'offerta.

Figure 2: Share of PAB and CTB of total offering of surveyed benchmark administrators



- **Allo stesso tempo, l'offerta di benchmark ESG sul mercato abbastanza **personalizzata** per rispondere a diverse esigenze.**
- **Gli **utenti hanno approcci diversi all'ESG**, il che comporta la necessità di sviluppare benchmark specifici e porta le BA a sviluppare metodologie personalizzate (criteri di esclusione personalizzati, tra gli altri).**

Diversità di approcci

- **Strumento di screening ESG.**
- **Data l'attuale mancanza di dati ESG a livello di società, i gestori di portafoglio guardano ai costituenti dei benchmark ESG per determinare se una società può essere ragionevolmente considerata "allineata a criteri ESG" o meno e utilizzano queste informazioni per comporre il proprio portafoglio.**
- **Strumento di conformità ESG di un portafoglio.**
- **Il 75% degli utenti di benchmark riceve dalle BA le informazioni necessarie per ottemperare ai requisiti di informativa, come i KPI, previsti dalla SFDR, anche se il 25% ritiene che tali informazioni siano fornite a un costo eccessivo.**

Diversità di approcci

- **Strumento di valutazione ESG.** I gestori di portafoglio possono valutare la performance ESG del proprio portafoglio utilizzando le metriche ESG delle BA per mostrare il confronto tra le loro misure e quelle fornite dagli amministratori dei benchmark.
- **I benchmark ESG fungono da guida per i risultati finanziari delle impresa.**
- **I benchmark ESG sono usati per effettuare un benchmark della performance finanziaria del portafoglio, come per i normali benchmark. Tuttavia, i fondi attivi ESG utilizzano ancora benchmark non ESG per confrontare le loro performance finanziarie. Ciò può essere dovuto alla mancanza di benchmark ESG comparabili o alla mancanza di un confronto nel modo in cui i fattori ESG vengono considerati tra il fondo e il benchmark.**

- **Vi è un crescente interesse verso iniziative volte a creare un terreno comune su cui costruire i benchmark ESG.**
- **I risultati di un'indagine condotta dalla Commissione UE alla fine del 2022 indicano che le iniziative relative all'armonizzazione dei benchmark ESG sono **particolarmente apprezzate dagli utenti e dai costituenti dei benchmark** - il 73% degli utenti e il 74% dei costituenti hanno dichiarato di essere completamente o in qualche modo d'accordo con tale iniziativa.**
- **In confronto, **solo la metà degli amministratori** di benchmark intervistati dalla Commissione è favorevole a tali iniziative.**
- **Secondo le raccomandazioni formulate dagli intervistati, un risultato positivo dovrebbe garantire una soluzione che permetta di ottenere tutti e tre i seguenti attributi: semplicità, efficienza e trasparenza.**




PARTE II

BENCHMARK ESG E REGOLAMENTO UE SUI BENCHMARK (Regolamento 2016/1011)

I benchmark ESG nel Regolamento UE (BR)

- Grazie all'applicabilità del quadro normativo in vigore per i benchmark, non si è dovuto istituire un sistema nuovo per gli indici sostenibili.
- Il quadro normativo si applica quindi anche ai benchmark ESG, che assumono il regime calibrato che distingue tra **benchmark critici, significativi e non significativi**.
- Le etichette del BR dipendono dall'importanza del benchmark definita da una decisione di vigilanza o sono misurate in termini di asset under management (AUM) che fanno riferimento ad esso e dalla mancanza di sostituti che possano evitare conseguenze negative in caso di cessazione (articoli 20, 24 e 26 del Benchmark Regulation).
- **Al momento, nessun benchmark ESG si qualifica come critico, ma l'impatto sistemico di tali indici è già rilevante e probabilmente aumenterà in futuro.**
- **La tassonomia tripartita dei benchmark determina diversi regimi, dall'accesso al mercato in poi.**
- **Tutti gli amministratori di benchmark critici sono soggetti ad autorizzazione, così come gli amministratori di benchmark significativi che non sono soggetti a vigilanza.**

- 
- L'autorizzazione o la registrazione fanno rientrare l'amministratore nell'ambito di applicazione del regime dei benchmark.
 - Mentre i **benchmark critici** sono soggetti all'intero quadro normativo, gli amministratori di benchmark **significativi** e non significativi possono discostarsi da alcune disposizioni specifiche, con l'obbligo di spiegare le ragioni di tale decisione.

- Per i **benchmark significativi**, l'ambito delle disposizioni soggette al principio »comply or explain" è più ristretto di quello applicabile ai benchmark non significativi.
- Inoltre, per i benchmark significativi la giustificazione dovuta in caso di deviazione dal regime di default deve essere basata sulla proporzionalità, alla luce della natura o dell'impatto del benchmark o delle dimensioni dell'amministratore. Per i benchmark non significativi la spiegazione può fare riferimento anche a qualsiasi altra ragione. Infine, solo per i benchmark significativi l'autorità competente può annullare la decisione dell'amministratore e forzare l'applicazione delle disposizioni pertinenti, quando ciò è opportuno (articolo 25, paragrafo 3).

- **I rischi derivanti dalla mancanza di dati di input affidabili** sono una caratteristica comune ai benchmark tradizionali e a quelli ESG.
- Ancora una volta, l'approccio è graduale.
- Si prevede che i dati di input rappresentino **sempre in modo accurato e affidabile la realtà che il benchmark dovrebbe misurare** (articolo 11, paragrafo 1, lettera a).
- La **qualità più elevata** deriva dai dati costituiti da valori di transazioni avvenute tra parti **indipendenti** (dati sulle transazioni - articolo 3, paragrafo 1, punto 15), in quanto ciò riduce il livello di discrezionalità che caratterizza le stime sulle transazioni future.
- Tuttavia, quando questo tipo di dati non è disponibile, come di solito accade per gli indici ESG che non fanno riferimento ai prezzi delle transazioni, sono ammissibili altri dati di input, purché verificabili.

- 
- Anche le **trading venues** svolgono un ruolo importante nello sviluppo degli indici di sostenibilità (Siri-Gargantini 2022)
 - Gli operatori dei mercati regolamentati hanno tradizionalmente fornito indici per supportare le decisioni degli investitori e **ora sono attivi nel mondo della sostenibilità con nuovi prodotti dedicati**.
 - Al contrario, hanno fatto un **uso più limitato dei requisiti di quotazione** per sostenere specifici obiettivi ESG, forse per evitare un'eccessiva frammentazione dei loro mercati.

La trasparenza dei benchmark

- **Tutti gli amministratori - a prescindere dalla natura del benchmark che forniscono come critico, significativo o non significativo - devono comunicare, insieme agli altri elementi chiave delle loro metodologie, se queste riflettono i fattori ESG (articolo 13, paragrafo 1, lettera d) del regolamento sui benchmark; regolamento (UE) 2020/1817).**



ELEMENTO CHIAVE PER I GESTORI

La trasparenza dei benchmark

- La caratteristica più evidente della strategia normativa europea sugli indici di sostenibilità è, tuttavia, la creazione di **etichette standardizzate per i benchmark**.
- Ancora una volta, i fallimenti di secondo grado del mercato spiegano questa strategia. Poiché i benchmark stessi possono essere soggetti a informazioni asimmetriche, la definizione di etichette facilita l'aggregazione e la condivisione di informazioni sulla qualità, in termini di impatto ESG, degli indici che decidono di adottare tali etichette.
- Le **modifiche del 2019 al regolamento sui benchmark** hanno aggiunto due etichette caratterizzate dall'inclusione di obiettivi legati alle emissioni di carbonio nella selezione degli asset sottostanti. Le due etichette si differenziano in base all'ambizione degli obiettivi, ma condividono anche molte caratteristiche.

- Il benchmark più ambizioso, denominato "**EU Paris-aligned Benchmark**", identifica dei benchmark che selezionano attività che, nel loro insieme, dovrebbero consentire di raggiungere l'obiettivo dell'Accordo di Parigi di mantenere l'aumento della temperatura globale ben al di sotto dei 2 °C (e possibilmente di 1,5 °C) rispetto ai livelli preindustriali (articolo 3, paragrafo 1, punto 23b del regolamento sui benchmark).
- L'intensità delle emissioni di gas a effetto serra connesse alle attività sottostanti deve essere inferiore di almeno il 50% a quella dell'universo investibile (articolo 11 del regolamento (UE) 2020/1818). Il benchmark è inoltre soggetto al principio di "non nuocere in modo significativo" in relazione ad altri obiettivi ESG, che comporta l'esclusione di investimenti in società critiche. Ciò include le società che producono armi controverse o che derivano una percentuale predefinita dei loro ricavi da attività legate ai combustibili fossili (articolo 12 del Regolamento (UE) 2020/1818).

- L'altra categoria di benchmark è lo "**EU Climate Transition Benchmarks**".
- In questo caso, l'intensità delle emissioni di gas a effetto serra collegate alle attività sottostanti deve essere, in modo meno ambizioso, inferiore di almeno il 30% a quella dell'universo investibile (articolo 9 del Regolamento (UE) 2020/1818). Proprio come i Benchmark UE allineati a Parigi, i Benchmark UE per la transizione climatica sono tenuti a escludere alcune società, ma l'ambito di esclusione è più ristretto (ad esempio, sono esclusi i produttori di armi controverse, ma non le società che traggono i loro ricavi dai combustibili fossili); tuttavia, devono avere una politica relativa a ulteriori esclusioni e rendere pubblica tale politica con le loro metodologie (articolo 10 del Regolamento (UE) 2020/1818). Una disposizione di soft law ha incoraggiato con successo la creazione di benchmark UE per la transizione climatica, chiedendo agli amministratori di benchmark significativi di "sforzarsi di fornire uno o più" di tali benchmark entro il 1° gennaio 2022 (articolo 19d del regolamento sui benchmark).



EUROPEAN
COMMISSION

Strasbourg, 13.6.2023
COM(2023) 314 final

2023/0177 (COD)

Proposal for a

REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL
on the transparency and integrity of Environmental, Social and Governance (ESG)
rating activities

(Text with EEA relevance)

{SEC(2023) 241 final} - {SWD(2023) 204 final} - {SWD(2023) 207 final}

PARTE III

ESG BENCHMARK, GESTIONE COLLETTIVA E RESPONSABILITA' (INCLUSO IL GREENWASHING)

• **FONDI PASSIVI**

- Benchmark come **elemento di conformazione del portafoglio**
- Deviazione dall'indice : violazione della politica di investimento (rileva direttamente sul piano contrattuale)
- Responsabilità per **mancato tracking dell'indice.**
 - 1. L'indice non è stato rispettato, e l'OICR ha avuto una performance inferiore
 - 2. L'indice non è stato rispettato, ma l'OICR ha avuto una performance superiore

• FONDI ATTIVI

- Benchmark come elemento di confronto della performance (anche ai fini delle commissioni di performance)
- Se ad esempio, il fondo registra costantemente una performance **più bassa o alla pari** del benchmark, è utile domandarsi qual è il valore aggiunto che questo sta offrendo.
- Al contrario, se il fondo registra una performance **maggiore** del benchmark, conviene domandarsi quali sono le caratteristiche del benchmark e quali sono i rischi che il fondo deve affrontare per riuscire a superarlo.

- **ALCUNE IPOTESI:**
- **1. VIOLAZIONI DIRETTAMENTE IMPUTABILI AL GESTORE (INCLUSO IL GREENWASHING):**
- **1.1. FONDI PASSIVI CHE NON SEGUONO IL BENCHMARK**
- **1.2. FONDI ATTIVI CHE USANO ETICHETTE INGANNEVOLI (INCLUSO SFDR)**
- **1.3. SCARSA DILIGENZA NELLA SCELTA DEI BENCHMARK**
- **2. VIOLAZIONI IMPUTABILI AGLI AMMINISTRATORI DEL BENCHMARK**

RIMEDI

- **QUALI RIMEDI IN CASO DI VIOLAZIONI ?**
- - risarcimento del danno
- - sanzioni amministrative
- - riprovazione del mercato
- - pratiche commerciali scorrette
- - altro?



IL DILEMMA DEGLI OICR

- **Se Benchmark è ESG come «separare» la componente ESG da quella tradizionale/finanziaria?**

IL GRANDE DILEMMA:

- **Quid se la gestione finanziaria è migliore della performance dell'indice?**



IL DILEMMA DEGLI OICR

- **DIFFICOLTA' DI DISTINGUERE:**
- **PERFORMANCE ESG VS PERFORMANCE FINANZIARIA.**
- **ANDAMENTO «NEGATIVO» COMPONENTE ESG VS ANDAMENTO POSITIVO FINANZIARIO**



IL DILEMMA DEGLI OICR

- **RISARCIMENTO DEL DANNO DA MANCATA OSSERVANZA DEI PARAMETRI ESG**
- **VARIABILITA' DELLE FORME ORGANIZZATIVE DI OICR E DEI REGIMI DI RESPONSABILITA' APPLICABILI**
- **OICR CONTRATTUALI**
- **OICR STATUTARI (SICAV – SICAF)**
- **TRUST, PARTNERSHIP E ALTRE FORME**

I limiti dei rimedi risarcitori (I)

- In **teoria**, l'applicazione della legge può essere utilizzata dai privati per ottenere un risarcimento, quando si sono affidati a un rating o a un benchmark (errato) per prendere una decisione di investimento.
- Né il regolamento sui benchmark né le norme proposte in materia di rating ESG prevedono disposizioni in materia di responsabilità civile, il che rappresenta **un'importante lacuna**.
- Anche le norme dell'UE che armonizzano in parte la materia, come la responsabilità da prospetto, danno luogo a molteplici e troppo diversi approcci.

I limiti dei rimedi risarcitori (II)

- L'articolo 35 bis del Regolamento sul **rating** prevede che gli investitori possano ottenere un risarcimento quando l'agenzia di rating ha violato il CRAR intenzionalmente o con grave negligenza e gli investitori hanno "fatto ragionevole affidamento" sul rating.
- Tuttavia, il significato di "ragionevole affidamento" può essere diverso per le diverse legislazioni.

I limiti dei rimedi risarcitori (III)

- Inoltre, benché la Corte di giustizia (CGUE) abbia compiuto alcuni passi per chiarire questioni legate, ad esempio, all'"affidamento" (**Case C-910/19 Bankia, ECLI:EU:C:2021:433**) il suo approccio verso una maggiore armonizzazione nell'ambito dell'"equivalenza" e dell'"efficacia" è molto cauto.
- Inoltre, la CGUE può calibrare meglio il margine di manovra concesso agli Stati membri esiste una disposizione sulla responsabilità civile nel testo normativo dell'UE , ma nel caso in cui non esista tale disposizione può essere molto più difficile tale disposizione potrebbe essere molto più difficile.

I limiti dei rimedi risarcitori (IV)

- **1) Le regole sulla responsabilità per dichiarazioni errate da parte di terzi (compresi i gatekeeper) possono divergere nella misura in cui alcune giurisdizioni possono contemplare una causa di azione, mentre altre possono escluderla, ad esempio, se richiedono che l'attore e il convenuto siano legati da un rapporto contrattuale o quasi contrattuale.**
- **2) Alcuni Stati possono utilizzare la violazione di norme regolamentari per configurare la responsabilità civile, mentre altri possono non farlo.**

I limiti dei rimedi risarcitori (V)

- **A differenza dei rating del credito, che a causa del loro ambito di applicazione ristretto, dell'uso diffuso e dell'impatto consolidato nelle decisioni di investimento possono costituire la base della responsabilità civile, i rating ESG (e i benchmark basati su di essi) sono più vicini alle "pure opinioni", o a dichiarazioni speculative previsionali**
- **Anche se gli Stati membri dovessero convergere sulla sull'esistenza del presupposto per un'azione, possono divergere sulla valutazione della responsabilità.**

- Ad esempio **l'idea che alcuni elementi della metodologia siano rilevanti e quindi soggetti a divulgazione obbligatoria**, può essere di scarsa utilità se tali elementi non sono considerati "rilevanti" dal punto di vista della responsabilità civile.
- L'idea che i benchmark e i rating debbano essere utilizzati per elaborare i prodotti finanziari **ai sensi della SFDR può essere indebolita** se i partecipanti ai mercati finanziari soggetti all'SFDR non possono "fare ragionevole affidamento" sui rating e sui benchmark.
- Se la responsabilità civile derivante **dai reclami** degli investitori è percepita come remota, mentre i reclami degli emittenti (soprattutto quelli grandi e dotati di maggiori risorse) sono visti come un rischio chiaro e presente, il sistema potrebbe essere orientato verso una maggior "tolleranza" nei confronti di quegli emittenti.

Un aiuto dai rating....?



Nel caso dei rating, l'ESMA è dotata di ampi poteri investigativi e sanzionatori..

La proposta sui **rating ESG conferisce all'ESMA poteri di vigilanza più ampi, con poteri investigativi e sanzionatori rafforzati.**

Nel caso dei **benchmark, l'attività di enforcement nei confronti degli amministratori di benchmark è stata pressoché nulla, ma c'è una certa esperienza con le agenzie di rating, da cui trarre qualche indicazione.**

- L'ESMA ha multato le agenzie per non aver reso nota la metodologia utilizzata per i rating (**Moody's Germania e Moody's UK142**), o per aver rilasciato prematuramente i rating, prima dell'emissione dei titoli stessi (**S&P Global Ratings**). Si tratta di informazioni utili per i rating ESG, dove esistono percezioni negative sulla trasparenza delle metodologie (si veda la sezione 2). Tuttavia, i problemi sono più complessi: ad esempio, non è tanto la totale mancanza di divulgazione quanto la confusione sugli obiettivi del rating, e l'allineamento della metodologia con il quadro finanziario sostenibile dell'UE.
- A questo proposito, l'esempio di **Scope Ratings** può offrire qualche parallelo più utile, poiché in quel caso il problema era che l'ente aveva sviluppato una metodologia per i covered bond, che comprendeva un'analisi del pool di covered bond, ma non aveva applicato la metodologia ai programmi obbligazionari. La sanzione dell'ESMA è stata impugnata e la Commissione d'Appello ha respinto il reclamo, formulando alcune interessanti osservazioni sul legame tra il rating e l'applicazione coerente della metodologia predefinita.

- **L'ESMA ha anche comminato multe a soggetti che hanno violato i requisiti organizzativi sui conflitti di interesse.** In una azione di enforcement nei confronti di **Fitch UK**, Francia e Spagna ha emesso un rating su entità francesi in cui un membro del consiglio di amministrazione controllava anche, attraverso una complessa struttura a più livelli, il 20% della holding del gruppo Fitch.
- **Nel campo dei rating ESG le preoccupazioni sono più sottili e riguardano il potenziale conflitto derivante dall'offerta di una molteplicità di servizi.**

Il caso Verbraucherzentrale Baden-Württemberg e.V. v. Commerz Real Fund Management S.à.r.l. (2022)

- **Commerz Real Fund Management S.à.r.l. ha pubblicizzato un prodotto finanziario, "klimaVest", su un sito web. Questo fondo investiva in progetti di energie rinnovabili e poteva quindi tracciare quantità concrete di elettricità verde e di emissioni di CO2 evitate. Inoltre, klimaVest era un fondo d'impatto secondo i regolamenti europei ed era obbligato a perseguire un obiettivo ecologico positivo.**

**Il caso Verbraucherzentrale Baden-Württemberg e.V. v. Commerz Real Fund Management S.à.r.l.
(2022)**

- **Il 20 gennaio 2022, il Tribunale Regionale ha ritenuto che le affermazioni pubblicizzate fossero pratiche commerciali ingannevoli e in violazione del § 5 para. 1 della legge contro la concorrenza sleale.** Il Tribunale ha ritenuto che l'affermazione di una riduzione assoluta di CO2 di 3,5t o di una compensazione di CO2 di -3,5t fosse una dichiarazione idonea a trarre in inganno il pubblico di riferimento, poiché quest'ultimo intendeva tali affermazioni come valori prestabiliti, che in ogni caso non sarebbero stati disattesi, mentre in realtà si trattava di valori obiettivo che potevano essere notevolmente inferiori. Inoltre, la Corte ha ritenuto che le diverse dichiarazioni sulla riduzione mirata di CO2 di 3,5 t su un sito e di 3,5 t su un altro sito fossero fuorvianti per omissione ai sensi del §5a comma 2 della legge contro la concorrenza sleale.
- **Ne è scaturito un cease-and-desist order.**