



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ  
E LA BORSA

Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari

*L'evoluzione nell'offerta di prodotti di  
investimento al fine di soddisfare le preferenze  
di sostenibilità degli investitori*

*Riflessioni applicate al contesto dei certificati  
e rischi di greenwashing*

Alessandra Limosani

20 ottobre 2022 – Certificate Day

# Agenda

- Il contesto
- Il quadro normativo e i gap da colmare
- Certificates con caratteristiche di sostenibilità:  
Iniziativa dell'industria e punto di vista della Consob
- La catena del valore dei *certificates*
- Il mercato chiede uno Standard e un regime di label
- Approfondimenti
- Conclusioni

## Il contesto di riferimento

### Certificates

- Prodotti strutturati
- Derivati securitizzati
- Complessità e rischio, no protezione del capitale

### Scenario macro

- Tensioni geopolitiche
- Mercati instabili, volatilità
- Evoluzioni normative, disciplina non ultimata, *gap* da colmare?

### Driver ESG

- Carenza di dati affidabili e coerenti, scarsa trasparenza nei dati utilizzati per i rating e benchmark ESG, concentrazione dei provider
- Scarsità di prodotti sostenibili, potenziali distorsioni nelle valutazioni
- Raccogliere e processare le preferenze di sostenibilità degli investitori e incrociarle con le caratteristiche di sostenibilità dei prodotti

# Il quadro normativo (e i *gap* da colmare)

## SFDR

Regolamento (UE) n. 2019/2088 sulla trasparenza in tema di sostenibilità nei servizi finanziari (SFDR)

**La definizione** di *financial product* in SFDR è restrittiva e non ricomprensive i *certificates* (né tantomeno i *bond*)

Regolamento delegato (UE) 2022/1288 RTS su contenuto e presentazione delle informazioni relative agli indicatori di sostenibilità e agli effetti negativi per la sostenibilità (*templates*)

## TR, NFRD

Regolamento (UE) 2020/852 sulla tassonomia delle attività ecosostenibili (TR);

Direttiva EU/95/2014 sulla pubblicazione delle informazioni di carattere non finanziario (NFRD)

## Atti delegati

Integrazione dei temi legati alla sostenibilità nelle direttive MiFID II, IDD, SOLVENCY II, UCITS e AIFMD

## Orientamenti ESMA

Nuovi Orientamenti ESMA sui requisiti di adeguatezza MiFID II, (entrata in vigore tra 6 mesi)

Per quanto concerne la *product governance*, è terminata il 7 ottobre 2022 la consultazione avviata dall'ESMA sull'inclusione della sostenibilità nel target market dei prodotti (CP ESMA 8 luglio 2022 35-43-3114). La pubblicazione del Final Report e delle Final Guidelines dovrebbe intervenire entro il 1° trimestre 2023

## Gap

Prospetto  
EUGB  
Ecolabel

### “Preferenze di sostenibilità”

- a) un prodotto per il quale il cliente determina che una quota minima deve essere investita in investimenti **ecosostenibili** ai sensi del TR;
- b) un prodotto per il quale il cliente determina che una quota minima deve essere investita in investimenti **sostenibili** ai sensi dell'SFDR;
- c) un prodotto che considera i **principali effetti negativi** sui fattori di sostenibilità laddove elementi qualitativi o quantitativi atti a misurarli sono determinati dal cliente



La combinazione dei fattori A/B/C è complessa, se le domande diventano poco comprensibili il cliente tende a scegliere «the easy road», cioè a indicare nessuna preferenza

I distributori/consulenti tendono a porre domande semplici: yes/no

“Minimum proportion” vs Label?

= lo stesso prodotto può essere classificato come sostenibile da qualcuno e non da qualcun altro?  
Prodotti simili con classificazioni disomogenee?



### Disponibilità di prodotti limitata

Mancano dati sulle caratteristiche ESG dei prodotti finanziari, mancano prodotti con elevate % di investimenti allineati a Tassonomia e corredati da indicatori quantitativi per misurare i PAI

Anche in caso di esistenza di informazioni, l'affidabilità delle stesse non è elevata

Quadro complesso e tempistiche dei vari provvedimenti non allineate

## Certificates con caratteristiche di sostenibilità

### Iniziativa Industria:

Proposta concreta  
Colmare i gap normativi e incentivare  
la transizione  
Definire standard uniformi che  
facilitano la comparabilità

### Punto di vista Consob:

Promuovere la qualità della *disclosure*  
Supportare lo sviluppo di un mercato  
ESG credibile e mantenere la fiducia  
degli investitori in tali mercati  
Evitare *claim* esagerati e rischi di  
*greenwashing*

# Greenwashing

La Sustainable Finance Roadmap dell'ESMA 2022-2024 (30-379-1051) definisce il *greenwashing* come «....un fenomeno di rappresentazione ingannevole, etichettatura errata, vendita errata e/o fenomeno di errata valutazione»

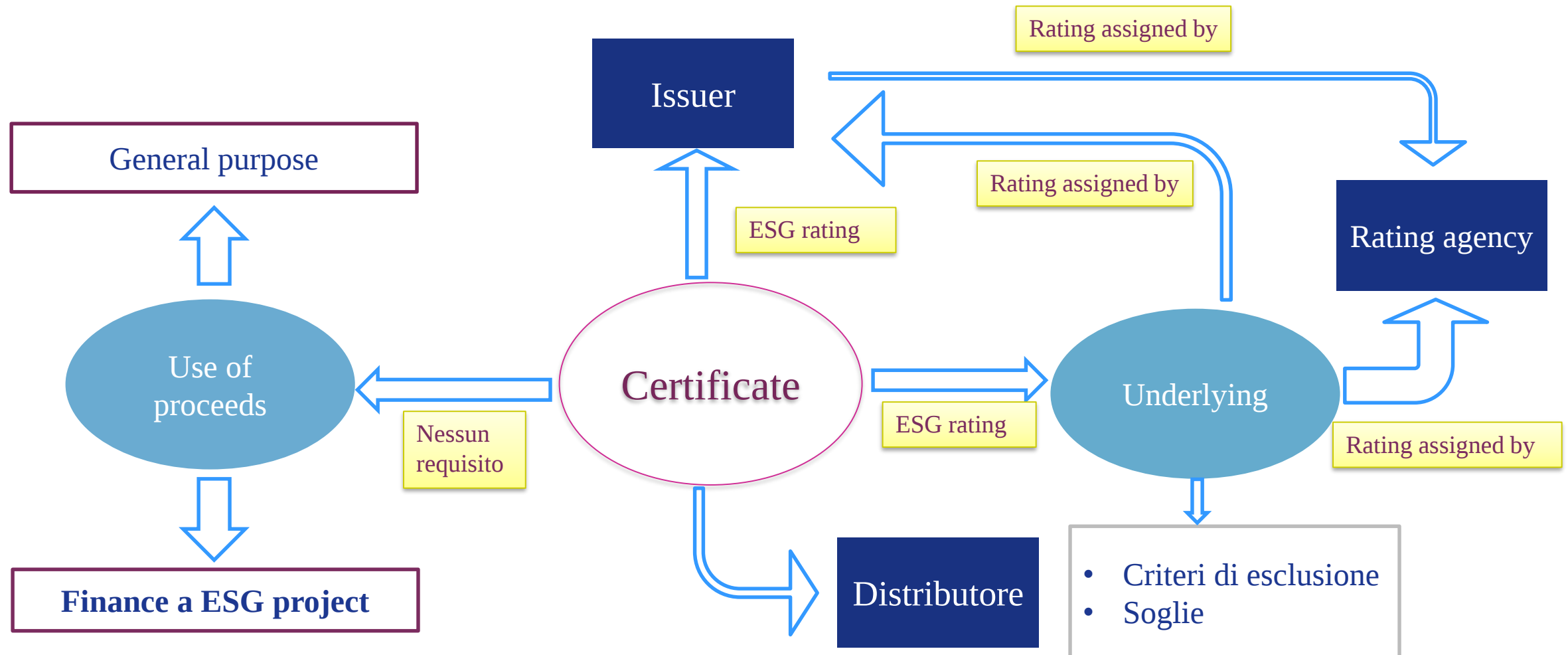


Le principali tipologie di *greenwashing* delineate dall'ESMA nell'ambito della Sustainable Roadmap si riferiscono ai settori più rilevanti e ai **principali nodi della catena di valore** degli investimenti sostenibili/canali di trasmissione:

(i) *Prospectus*, (ii) *Financial report*, (iii) *Ratings/benchmarks/labels*, (iv) *Product information (including internal classifications)*, (v) *Intermediary/advice information*, (vi) *Marketing materials (including website, social media)*, (vii) *Voluntary reporting*

# La catena del valore dei certificati e i profili di sostenibilità

- Cross-settoriale, coinvolge: emittenti, analisti e agenzie di rating, amministratori di benchmark, manufacturers e intermediari distributori



# Il mercato chiede uno Standard e un Regime di Label

*Supervisory Briefing ESMA n. 34-45-1427 on 31st May 2022 “Sustainability risks and disclosures in the area of investment management”*: **how to use labels**. In particolare par. 29-30, in cui si precisa che l'utilizzo dell'etichetta ESG e ESG Impact nel nome del prodotto deve corrispondere a una effettiva strategia di investimento e a obiettivi misurabili

*«The use of terms such as “ESG”, “green”, “sustainable”, “social”, “ethical”, “impact” or any other ESG-related terms should be used only when supported in a material way by evidence of sustainability characteristics, themes or objectives that are reflected fairly and consistently in the fund’s investment objectives and policy and its strategy as described in the relevant fund documentation. NCAs may raise questions and challenge the use of such terms in the fund’s name if it is perceived as misleading when compared to the actual investment objectives and strategy»*

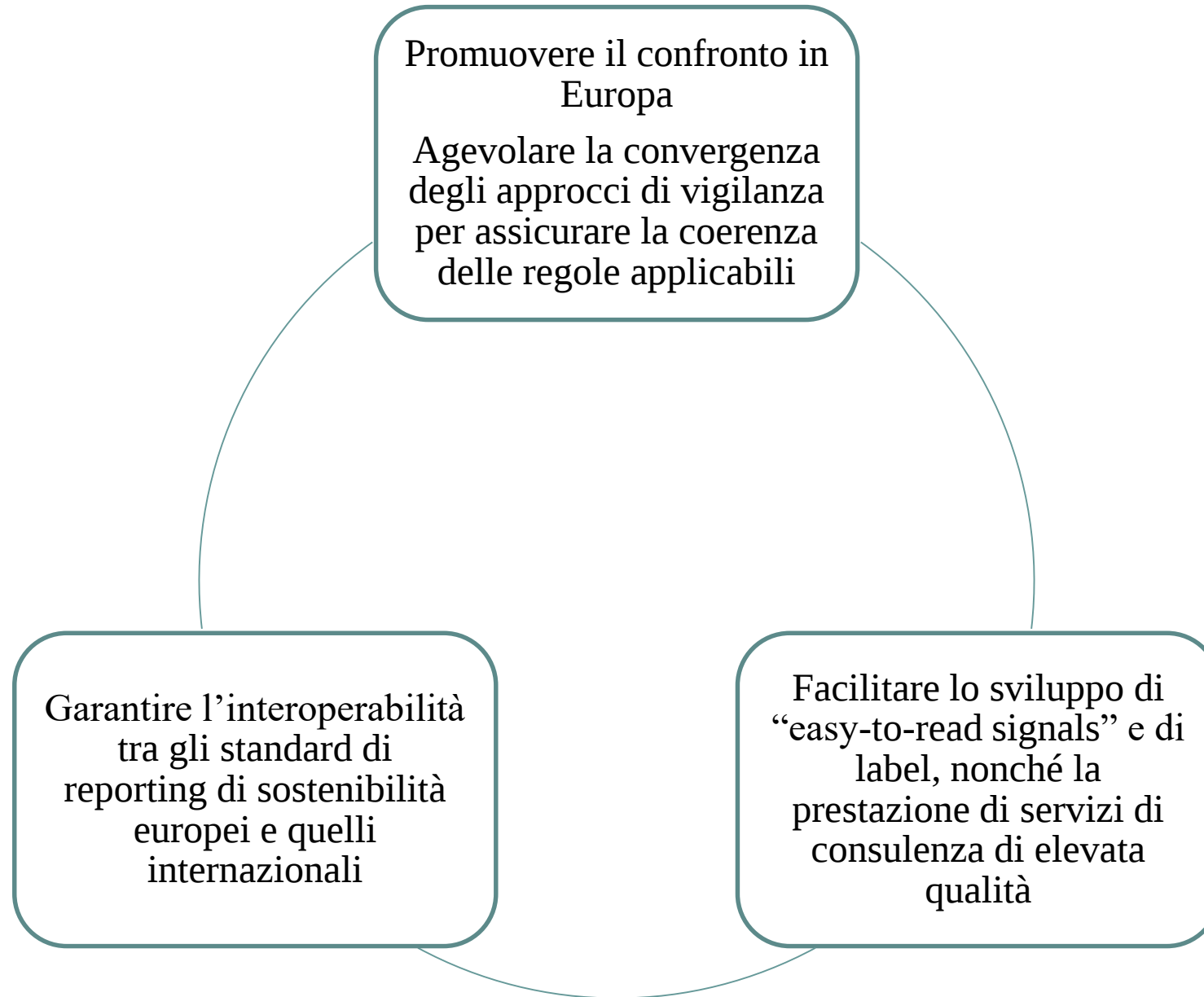
SFDR: **non ha lo scopo di introdurre un sistema di label** atto a misurare la qualità dell'integrazione dei fattori di sostenibilità nei processi decisionali, quanto piuttosto quello di regolamentare la *disclosure* in quanto i prodotti possono essere connotati da un grado di sostenibilità molto variegato, e non sono previste soglie quantitative

Nei fatti un prodotto viene qualificato come art. 8 anche se solo una piccola parte è investita in attività sostenibili (invece per i prodotti ex art. 9 SFDR tutti gli investimenti devono essere sostenibili)

# Approfondimenti

- ✓ **Tipo di prodotti:** positiva l'esclusione di prodotti a leva e di prodotti speculativi (short)
- ✓ **Caratteristiche / Strutturazione dei certificates:** devono avere obiettivi di investimento di medio lungo periodo (prodotti di investimento di tipo Long):
  - Struttura del payoff specifica o allineata alle emissioni tradizionali?
  - È prevista la protezione del capitale?
  - Hanno costi di struttura differenti?
  - Sono più remunerativi?
- ✓ **Preferenze degli investitori:** i certificates con caratteristiche di sostenibilità sono, a parità di condizioni, maggiormente appetibili sul mercato
- ✓ **Sottostante:** criteri di esclusione importanti, ma emerge un quadro piuttosto critico circa gli attuali sottostanti, si tratta di una riqualificazione dei prodotti pre-esistenti o di prodotti nuovi?
- ✓ Sull'ambizione di sviluppare **rating ESG proprietari:** conflitto di interessi da vigilare attentamente. L'uso di rating ESG è aumentato negli ultimi anni, ma mancano standard chiari, dunque non vi è comparabilità tra i rating. Spesso è difficile capire quali parametri sono stati considerati più importanti nella valutazione di un emittente e a volte il mercato sembra che non sappia su cosa siano basati i punteggi

# Conclusioni



Grazie per l'attenzione

[a.limosani@consob.it](mailto:a.limosani@consob.it)