



Fondi sostenibili, una sfida difficile

Partiti in quarta nel 2021, in Europa tanti fondi classificati come sostenibili in base all'art. 9 del Regolamento Ue SFDR, hanno fatto dietrofront rientrando nell'articolo 8, anche per i gravosi obblighi in termini di reporting. Nel private capital italiano non si è mosso quasi nessuno, ma i pionieri ci sono

Articolo pubblicato su [BeBeez Magazine n. 12 del 9 settembre 2023](#)

di Giuliano Castagneto

L'attenzione agli obiettivi di sostenibilità ambientale, sociale e di governance da parte degli asset manager, siano questi gestori di fondi aperti o chiusi, UCITS o alternativi, è sempre più alta, sulla scia di una regolamentazione internazionale che li spinge in quella direzione. Si tratta questione di rispetto di regole quindi, ma anche di opportunità che molti player del mercato vogliono cogliere. Il problema però è che le regole sono ancora in divenire e soprattutto difficili da interpretare. Tanto che alla fine dello scorso febbraio la rivista [Morningstar](#) ha riportato che decine di fondi internazionali, alternativi e non, per un patrimonio in gestione complessivo di 175 miliardi di dollari, lanciati inizialmente fregiandosi dell'etichetta più virtuosa possibile (quelli classificati come compatibili con i criteri richiesti dall'**art. 9** del [Regolamento UE 2019/2088 Sustainable Finance Disclosure Regulation o SFDR](#)) hanno dovuto fare marcia indietro e alla fine del 2022 sono stati **declassificati dagli stessi gestori** come compatibili solo con i criteri dell'art. 8. *BeBeez Magazine* fa il punto sulla questione con i gestori italiani di private capital, che comunque sono sul pezzo e anzi in alcuni casi stanno proprio pensando di lanciare veicoli ex art. 9.

Il labirinto delle regole

Obiettivo della SFDR, entrata in vigore nel marzo 2021, è la limitazione del cosiddetto "greenwashing", cioè la rappresentazione di attività come sostenibili, quando nella realtà sostenibili non sono, soprattutto sul piano ambientale. La SFDR classifica i fondi di investimento, a prescindere dalle asset class cui sono dedicati, in tre categorie. Quella contemplata dall'**articolo 6**, che comprende in pratica gli attuali fondi, che investono senza vincoli in materia di sostenibilità degli asset in portafoglio. C'è poi la categoria disciplinata dall'**articolo 8**, che hanno parte del portafoglio equity o debito di aziende, o altri asset come beni immobili, in cui si sta intervenendo per ridurre l'impatto ambientale. Infine c'è l'**articolo 9**, nel quale rientrano i veicoli di investimento esclusivamente dedicati ad **attività già completamente sostenibili**. In pratica in quest'ultimo caso si tratta di quelle aziende o attività che rispettano in pieno i parametri previsti dalla cosiddetta Tassonomia dell'UE in materia di impatto ambientale, ovvero che presentano **ricavi, spese operative e investimenti fissi al 100% sostenibili**.

Il concetto è semplice, ma la traduzione in pratica non lo è altrettanto. La derubricazione ad art. 8 di molti fondi lanciati inizialmente come art. 9 "non è un evento positivo né per i gestori né per i sottoscrittori", fa presente a *BeBeez Magazine* **Fabio Ranghino**, responsabile per le attività ESG di **Ambienta sgr**, il principale gestore europeo tra quelli che hanno la sostenibilità come mission aziendale. Un de-rating infatti crea problemi sia di reputazione sia gestionali agli stessi sottoscrittori istituzionali, in primis i fondi di fondi, i quali devono essi stessi sottostare agli obblighi derivanti dalla SFDR.

Del flusso contrario, peraltro, non si ha evidenza, a parte qualche raro caso, come per esempio quello del fondo di fondi di private equity di secondario **Golding Impact 2021**, gestito dall'asset manager tedesco **Golding Capital**, che proprio nei giorni scorsi è stato promosso a "dark green", soddisfacendo gli esigenti requisiti dell'art. 9. Oltre agli investimenti all'interno dell'UE, la strategia globale a impatto di private equity del fondo consente infatti agli investitori di ottenere un'esposizione a Paesi come gli Stati Uniti, il Canada, il Regno Unito, la Svizzera e alcuni mercati emergenti. Ciò amplia notevolmente l'universo dei fondi ad impatto disponibili per gli investitori istituzionali art. 9 e aumenta il livello di diversificazione in modo sostanziale.

Secondo una ricerca di Golding Capital Partners, solo il 30% di tutti i fondi a impatto di private equity a livello mondiale sono conformi all'art. 9, sebbene molti altri abbiano obiettivi d'investimento sostenibili e siano conformi a rigorosi criteri di sostenibilità. "I fondi a impatto al di fuori dell'Unione Europea sono spesso in grado di soddisfare i requisiti per la classificazione ai sensi dell'art. 9, ma in genere non sono disposti a sostenere i costi amministrativi aggiuntivi necessari per farlo. Di conseguenza, gli investitori che cercano di effettuare investimenti ai sensi dell'art.9 hanno finora perso queste opportunità. Il nostro processo di verifica e classificazione, condotto in stretta collaborazione con i gestori dei nostri fondi target, ci consente di colmare questa lacuna nell'interesse dei nostri investitori", spiega in una nota diffusa nei giorni scorsi da **Andreas Nilsson**, managing director e Head of Impact Investing di Golding.

In sostanza Golding raccoglie infatti ed esamina i dati rilevanti definiti dall'SFDR per classificare i potenziali fondi target con sede al di fuori dell'UE e quindi non soggetti alla EU Disclosure Regulation, ma che comunque soddisfano tutti i criteri dell'art. 9. "È importante notare che non stiamo riclassificando i fondi già coperti dall'SFDR in base ai nostri criteri. Stiamo invece esaminando i fondi target che non sono formalmente classificati ai sensi del regolamento UE con l'obiettivo di determinare se sono conformi ai criteri dell'SFDR", aggiunge Nilsson.

Perché è tutto complicato?

Che la quasi totalità dei fondi che hanno dovuto fare dietrofront declassandosi ad art. 8 siano fondi aperti non è una grande consolazione per i fondi di private capital, anzi. "La corretta applicazione della SFDR, in gran parte ritagliata sulle caratteristiche dei fondi aperti, per i gestori di private capital è estremamente complicata" conferma **Federica Loconsolo**, responsabile business development e ESG di **Riello Investimenti Partners**, che gestisce fondi di private equity e private debt con forte attenzione ai temi ESG.

Il problema risiede in larga misura nella **carezza di informazione**. Sottolinea infatti **Angela Racca**, responsabile ESG di **Tages**, un'altra sgr vocata alla sostenibilità visto che realizza impianti per le energie da fonti rinnovabili, "la qualità dei dati è la maggiore difficoltà che la SFDR pone ai gestori". Il motivo lo spiega il partner responsabile dell'ESG per l'Italia di una società leader nel financial advisory: "**Gli articoli 8 e 9 della SFDR stabiliscono degli obiettivi misurabili obiettivamente**. E questo vuol dire **disponibilità di dati affidabili**".

I fondi aperti hanno certamente meno controllo, data l'ampiezza dei loro portafogli spesso investiti in percentuali minime del capitale di molte aziende, e per misurare l'effettiva sostenibilità dei loro investimenti devono fare affidamento sui data provider, cioè società specializzate nella certificazione della sostenibilità, il cui numero è progressivamente aumentato negli ultimi anni. Tuttavia hanno un vantaggio notevole sui fondi chiusi: possono cedere sul mercato gli asset problematici. Questi ultimi invece "devono fare affidamento su informazioni ottenute da pmi che molto spesso non sono attrezzate per fornirle", sottolinea ancora Loconsolo.

Un gestore di **private equity** dispone invece di informazioni più approfondite rispetto ai fondi aperti che investono su aziende quotate, perché in grado di effettuare una due diligence, quasi sempre assistita da un

advisor specializzato come **ERM, Greenwich** o **Cerved Rating** sull'azienda in cui sta investendo, a maggior ragione se si tratta di una quota di maggioranza, che dà il potere di decidere e definire i business plan. E ancora di più se si tratta di un fondo che sviluppa progetti da zero (greenfield) come l'**Helios Net Zero** di Tages, che la scorsa primavera ha effettuato il primo closing a 200 milioni di euro (si veda [articolo di BeBeez](#)) e investe nella transizione energetica. Dichiaratamente art. 9, il fondo investe anche in progetti greenfield.

Le cose sono più complicate per un fondo di **private debt**, che non ha influenza diretta sulla governance dell'azienda, e quindi deve affidarsi all'informazione fornita dall'azienda. E c'è un altro dettaglio a complicare ulteriormente le cose: "Un fondo di private debt non può avere un'asset allocation predefinita", sottolinea ancora Loconsolo di Riello Investimenti.

Non è un caso se in Italia non esistano fondi di private debt di categoria art. 9, a eccezione del **Sustainable Securities Fund** di **Alternative Capital Partners sgr**, primo e unico FIA di impact investing PIR Alternative Compliant oggi operativo in Italia, dedicato a nuove infrastrutture per la transizione energetica l'economia circolare. Che ha [recentemente raggiunto il secondo closing a 110 milioni di euro](#) (l'hard cap è tra 150 e 200 milioni). Ma anche gli art. 8 si contano sulle dita di una mano. Tre esempi sono il **Credit Fund**, gestito da Tages, con obiettivo di raccolta di 200 milioni e primo closing atteso per fine 2023, il **Credit & Corporate Turnaround** di **illimity** e [l'Infrastructure Debt Fund 1 di F2i sgr](#). Peraltro nel caso di F2i tutti i fondi costituiti dopo l'entrata in vigore della SFDR, cioè il [Fondo IV](#), il [Fondo V](#) e il [fondo di debito](#), sono stati costituiti come **fondi ex art. 8**.

L'offerta in Italia

Anche sul fronte dell'equity, però, l'offerta di fondi art.9 è quasi inesistente. A parte i veicoli gestiti da **Ambienta**, che non sono interamente investiti in attività al 100% sostenibili ma rispettano gli obblighi in termini di disclosure previsti dall'art. 9 della SFDR, secondo quanto risulta a *BeBeez Magazine* soltanto un'altra iniziativa analoga è in cantiere, ma non dovrebbe vedere la luce prima del 2024, mentre molto attiva su questo fronte è **Clessidra sgr**. E nel venture capital, il solo operatore attivo sul fronte dell'art. 9 è MITO Technologies, che sta preparando il primo veicolo di questo tipo in Italia.

Situazione ancora più difficile per i **fondi immobiliari**, che quasi sempre investono in asset poco sostenibili: pochi giorni fa l'Esma ha ribadito che per fregiarsi dell'etichetta art. 9 un fondo deve investire in asset già sostenibili. Ciò esclude per esempio i progetti di rigenerazione urbana, su cui è molto impegnata **Coima**, il gruppo immobiliare che fa capo alla famiglia Catella, la quale intende portare nelle due categorie top della sostenibilità tutti i 30 fondi gestiti entro il 2030.

Così non sorprende che il **FOF Impact Investing**, fondo di fondi gestito da Fondo Italiano d'Investimento sgr, nato per investire esclusivamente in fondi art. 9 e lanciato alla fine del 2022 (si veda [altro articolo di BeBeez](#)), dopo avere raccolto 50 milioni di euro non abbia ancora effettuato investimenti.

Ma l'informazione non è l'unico problema. Sembra infatti che le aziende europee in grado di rispettare la Tassonomia dell'UE siano rarissime. Da un'indagine effettuata dal data provider **ESG Book** e pubblicata alla fine dello scorso luglio è emerso che di quasi 700 aziende europee, quotate e non, non più del 3-4% riesce a rispettare in pieno i summenzionati standard europei, mentre in circa la metà di esse almeno il 20% dei ricavi e delle spese operative è legato ad attività non sostenibili come l'utilizzo di combustibili fossili.

Conseguenza diretta è che un fondo dichiaratamente art. 9 può avere serie difficoltà a investire le risorse raccolte, e molto probabilmente a valutazioni piuttosto elevate, mantenendo inutilizzate cospicue risorse, il che in un contesto inflazionistico penalizza molto i rendimenti reali. La conferma viene dallo stesso Ranghino di Ambienta: "Un fondo private equity che nel suo prospetto informativo dichiara esplicitamente di voler avere in portafoglio solo attività al 100% sostenibili, quindi rientrare nell'art. 9, può andare incontro a seri problemi".

Diventa allora dirimente il tipo di strategia che si vuole adottare nella gestione del fondo, se cioè si vuol dare un obiettivo di sostenibilità in termini di disclosure oppure di peso degli investimenti sostenibili sul portafoglio complessivo. In quest'ultimo caso, diventa cruciale la quota che si stabilisce: maggiore è il peso, più problematico sarà raggiungere l'obiettivo. Scelta che può influenzare anche la domiciliazione del fondo: "In Lussemburgo se il portafoglio non è al 100% sostenibile il fondo non può definirsi art. 9", sottolinea Racca di Tages.

In altri termini, un fondo art. 9 è qualcosa che va attentamente ponderato e calibrato. E' il motivo per cui oggi i fondi di questa categoria, a due anni e mezzo dall'entrata in vigore della SFDR rappresentano solo il 3,3% degli asset in gestione da parte dei fondi europei.

Tutti questi ostacoli hanno innescato un fenomeno nuovo, il **greenbleaching**, ovvero l'investire in attività sostenibili senza dichiararlo per stare tranquilli nella categoria art. 6, evitando i costosi obblighi di reporting in capo ai veicoli art. 8 e ancor più art.9. Fenomeno che ha portato il **SMSG** (Securities and Markets Stakeholder Group), gruppo consultivo che agisce in seno all'**ESMA**, l'associazione delle autorità europee regolatrici dei mercati finanziari, a paventare [in un parere emesso lo scorso marzo](#) il rischio che "la categoria dell'articolo 8 diventi inutile, e la categoria dell'articolo 9 si svuoti". L'immediata conseguenza è che "adesso i sottoscrittori sono diventati più cauti e fanno molta più attenzione al livello di trasparenza dei fondi che gli vengono proposti" segnala un financial advisor.

La finanza sostenibile è destinata quindi a ridursi, almeno nell'UE, a un bel sogno e nulla più? Sarebbe una conclusione affrettata. Anche perché nel frattempo la regolamentazione dovrebbe subire delle evoluzioni. Le tempistiche di entrata in vigore della nuova normativa sono state definite dagli esperti interpellati da *Bebeez Magazine* "impegnative" e "ottimistiche". "Nel 2022 un autentico tsunami normativo si è rovesciato sui mercati finanziari europei. C'è stato pochissimo tempo per capirla e assimilarla", sottolinea Loconsolo. Nel frattempo, aggiunge **Fabrizio Negri**, ceo di **Cerved Rating**, tra gli operatori leader in Italia nelle valutazioni ESG, il flusso di dati anche dalle piccole e medie imprese dovrebbe aumentare e migliorare per adeguarsi alla Corporate Sustainability Reporting Directive, che estende anche alle piccole realtà, come quelle in cui investono i fondi private equity e debt, di riferire in dettaglio sul loro impatto ambientale.