

Ciclo di audizioni informali sulla Risoluzione n. 7-01191 *Fregolent*  
“Interventi in materia fiscale, assicurativa e finanziaria sulle tematiche  
ambientali”

*Intervento del Commissario Consob*  
**Prof. Avv. Anna Genovese**

Signor Presidente, Onorevoli Deputati, a nome dell’Autorità che rappresento ringrazio questa Commissione parlamentare per l’invito a partecipare al ciclo di audizioni informali sulla Risoluzione n. 7-01191 *Fregolent* del 21 febbraio 2017 “Interventi in materia fiscale, assicurativa e finanziaria sulle tematiche ambientali”.

Come emerge dal testo della Risoluzione, il tema dello sviluppo sostenibile appare tuttora scarsamente presidiato in termini di incentivi economici e interventi pubblicitici. Ciò, nonostante le tematiche ambientali siano considerate - programmaticamente - una priorità irrinunciabile da molti Governi, come attesta l’accordo sottoscritto anche dal governo italiano alla Conferenza sul clima di Parigi (Cop21) del 2015.

Fra l’altro, la Risoluzione sottolinea la necessità di interventi in campo finanziario per orientare gli investimenti verso impieghi coerenti con modelli di sviluppo sostenibile. Segnatamente sono auspicati interventi in grado di mobilitare capitali privati “*in modo efficiente attraverso strumenti finanziari quali Fondi di investimento e titoli di debito (obbligazioni); [e con particolare riguardo agli investimenti in] prodotti di risparmio sostenibile (SRI), ovvero fondi etici e green bond*”.

La CONSOB intende supportare la Risoluzione e i lavori di questa Commissione parlamentare fornendo una ricognizione di carattere tecnico e regolatorio sulle leve, le implicazioni e i rischi di cui tenere conto in tale mobilitazione.

\*\*\*

L'universo dei prodotti di risparmio sostenibile, che include i fondi etici e i c.d. *green bond*, ha trovato in questi ultimi, fino ad oggi, la sua più significativa espressione.

Come evidenziato da uno studio predisposto per la Commissione europea di novembre 2016<sup>1</sup> e un Rapporto dell'OCSE di aprile 2017<sup>2</sup>, quello dei *green bond* è un fenomeno recente, importante e in forte espansione.

In termini di controvalore delle emissioni, tale mercato rappresentava, nel 2016, solo lo 0,13% del mercato globale delle obbligazioni trattate su piattaforme regolamentate (cfr. il citato *Study* della Commissione europea, pag.9). Tuttavia, diverse ricerche evidenziano significative prospettive di crescita, alla luce della rilevanza dei temi ambientali, anche per gli impegni assunti da molti Governi, in relazione agli obiettivi UE per il clima e l'energia, e a quelli ONU, da conseguire entro il 2030 (cfr. Scheda Tecnica, par.1).

Il mercato dei *green bond* è un fenomeno recente. Nasce tra il 2007 e il 2008 con le prime emissioni da parte di istituzioni internazionali (BEI, Banca Mondiale, BERS, FMI). Dal 2013, si aggiungono imprese e banche, supportate dal lancio dei cd. *Green Bond Principles*, ovvero linee guida elaborate dall'ICMA (*International Capital Market Association*), un'associazione privata internazionale cui aderiscono soggetti a vario titolo coinvolti nell'emissione, commercializzazione e scambio di obbligazioni.

I *Green Bond Principles* ("GBP") raccomandano trasparenza e *disclosure* informativa da parte degli emittenti e promuovono in vari modi lo sviluppo e l'integrità di tale mercato (per il dettaglio cfr. Scheda Tecnica, par.2).

Il mercato dei *green bond* è dunque governato da regole privatistiche per quanto riguarda il processo di definizione dell'emissione e gli aspetti

---

<sup>1</sup> EUROPEAN COMMISSION (Directorate General for Environment), *Study on the potential of green bond finance for resource-efficient investments*, Novembre 2016.

<sup>2</sup> OCSE, *Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition*, Green Finance and Investment Series, Aprile 2017.

legati alla trasparenza dell'investimento e del progetto ambientale finanziato. Lato emittenti, l'*accountability* rispetto alla destinazione dei proventi e all'effettivo finanziamento dei progetti viene garantita, nei termini indicati in sede di emissione, da una apposita reportistica che l'emittente si impegna a pubblicare periodicamente sul proprio sito *internet*. Lato investitori, la sottoscrizione coinvolge essenzialmente investitori professionali, sensibili ai temi ambientali.

In pratica, l'emissione di *green bond* soddisfa le esigenze di quegli investitori istituzionali che, nell'impiego produttivo del risparmio, sono sensibili alla tematica ambientale e sono dotati di criteri di valutazione socio-ambientali degli investimenti e degli emittenti.

Va comunque evidenziato che i *green bond* sono obbligazioni semplici. Non c'è correlazione con la "redditività" o la "rischiosità" del progetto finanziato. Il prodotto dunque non è complesso.

\*\*\*\*

Obbligazioni *green* sono significativamente presenti anche nel mercato finanziario italiano.

Il mercato dei *green bond* trova proprio in Italia la sua principale piazza di negoziazione regolamentata, in conseguenza del grado di sviluppo del mercato secondario dei *bond* in genere. Anche in altri Paesi europei (Lussemburgo, UK e Norvegia, Svezia), le società di gestione del mercato hanno istituito appositi segmenti dove quotare tali strumenti (cfr. Scheda Tecnica, par.3). Mancano però le transazioni sul secondario, che caratterizzano invece l'operatività della piazza milanese.

Con riguardo a tali strumenti, Borsa Italiana SpA ha deliberato a marzo 2017 alcune modifiche al proprio Regolamento. Le modifiche sono state, come richiesto dal TUF, sottoposte alla CONSOB che le ha approvate, con delibera del 17 maggio 2017. Le modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana hanno introdotto alcune disposizioni di

trasparenza con riferimento ai *green* e *social bond* del segmento appositamente istituito (Mercato Mot, Segmento: *Green* e *Social Bond*). Si stabilisce, fra l'altro, che Borsa Italiana attribuisca specifica indicazione della natura ambientale/sociale dell'obbligazione, a condizione che essa sia "certificata" da un soggetto terzo, dotato di determinate caratteristiche e con evidenza scritta che tale soggetto i) sia effettivamente indipendente dall'emittente; ii) remunerato secondo modalità che prevengano possibili conflitti di interesse; iii) abbia idonea *expertise*. Infine, gli emittenti sono tenuti almeno una volta l'anno a comunicare l'impiego effettivo dei proventi nei progetti, pena la possibilità di subire, da parte di Borsa Italiana, l'eliminazione della indicazione degli strumenti finanziari dalla sezione del sito Internet dedicata ai *green/social bond*.

Sicché, il segmento dedicato e la sua disciplina consentono di annoverare Borsa Italiana SpA fra i soggetti economici che concorrono alla visibilità e affidabilità dei *green bond* da essa trattati.

I *green bond corporate* negoziati sull'apposito segmento di Borsa Italiana SpA conseguono ad emissioni rivolte a investitori professionali e talvolta sollecitate dagli stessi. Una modesta percentuale di questi *green bond* potrebbe peraltro trovarsi anche nei portafogli gestiti di investitori *retail* che ricorrono al servizio di gestione del proprio patrimonio.

Nel segmento sono trattati 36 fra *green* e *social bond*, di emissione *corporate* e non solo (in tal caso l'emittente è uno Stato o un organismo sovranazionale). Il tutto per un controvalore di oltre 35 miliardi di euro circa per il 2016, di cui però sono solo 1,75 miliardi i fondi raccolti attraverso emissioni *corporate* (cfr. Scheda Tecnica, par 3).

L'iniziale quotazione degli strumenti, peraltro, non avviene in Italia. Le emissioni, anche quando hanno coinvolto emittenti italiani, sono intervenute all'estero (ad es. Lussemburgo, Irlanda, Olanda), attraverso società controllate che curano l'intero approvvigionamento finanziario di un

gruppo, operando nei territori in cui sono presenti e stabiliti i principali *player* finanziari, su scala globale. La scelta non sembra dipendere da specifico *forum shopping* (non registrandosi una normativa “dedicata” più favorevole alle emissioni *green* in tali paesi) ma dai vantaggi che, in generale, queste piazze possono offrire per lo svolgimento di attività economiche e finanziarie.

Le obbligazioni *green corporate* trattate nel segmento dedicato di Borsa Italiana SpA in concreto risultano emesse prevalentemente da società appartenenti a gruppi in cui è presente anche una società quotata stabilita in Italia (cfr. Scheda Tecnica par.3). I gruppi (italiani) coinvolti sono attivi nei settori energetici e delle *utilities*. *Green bond* sono stati emessi anche da soggetti bancari con modelli di *business* orientati anche ai temi della sostenibilità ambientale e sociale. Alcuni di questi emittenti sono membri effettivi dell'ICMA. I *bond corporate* trattati sull'apposito segmento di Borsa Italiana sono emessi con taglio minimo di 100 mila euro e in larga prevalenza sono detenuti da investitori professionali esteri, sia specializzati in investimenti *green* (per lo più fondi nordeuropei e francesi) sia generalisti, ma con una linea di investimenti *green* (cfr. Scheda Tecnica, par.3).

\*\*\*\*

L'universo dei prodotti del risparmio sostenibile include le quote di fondi etici. In relazione a tali prodotti, diversamente da quanto visto per le obbligazioni “*green*”, qualche riferimento normativo specifico si trova e anche nella disciplina (nazionale ed europea) in materia di risparmio gestito.

A livello nazionale, gli artt. 89 e 90 del Regolamento Intermediari della Consob (n. 16190/2007 e s.m.) rispettivamente impongono ai soggetti abilitati specifici obblighi informativi – obblighi di trasparenza – nella documentazione d'offerta (prospetto e contratti) relativa a prodotti (quote/azioni di fondi comuni di investimento mobiliare/Sicav) e ai servizi finanziari qualificati come “etici” o “socialmente responsabili”, nonché

specifici obblighi di rendicontazione circa l'effettiva destinazione per iniziative di carattere sociale/ambientale dei proventi generati dai prodotti offerti e dai servizi prestati e la relativa misura (per altri dettagli cfr. Scheda Tecnica, par. 4). Questo tipo di prodotti viene confezionato e offerto tipicamente per il pubblico *retail*.

Non esistono tuttavia disposizioni di legge che regolamentino la denominazione ambientale dei fondi o dei gestori (SGR) o che vincolino le politiche di investimento di tali fondi verso progetti realmente sostenibili. Il ruolo di presidio è lasciato, anche in questo caso, come per i *green bond*, all'autodisciplina e all'autoregolamentazione.

Il riferimento dell'autodisciplina è EUROSIF (*European Social Investment Forum*) che è un'associazione transnazionale *no-profit* il cui scopo è promuovere il dibattito sulla sostenibilità da realizzarsi attraverso la funzione allocativa propria dei mercati finanziari e che ha pubblicato nel 2004 delle "Linee guida per la trasparenza dei fondi di investimento *retail* socialmente responsabili" a cui i gestori possono aderire su base volontaria (cfr. Scheda Tecnica, par. 5).

L'adesione alle richiamate Linee Guida è tuttavia poco diffusa. I dati CONSOB più aggiornati consegnano poche unità di SGR etiche italiane aderenti su circa 165 SGR abilitate, per complessivi 10 fondi etici attivati su circa 1800 attivi. Peraltro, al momento, soltanto un soggetto abilitato iscritto all'Albo tenuto da BdI ai sensi dell'art. 35 del Tuf (SGR) ha una politica di selezione degli investimenti "esclusivamente" orientata a temi ambientali ed etici (in quanto gestisce solo "fondi cd. etici"), in aderenza ai criteri EUROSIF.

Fra i soggetti attivi nel mercato dei prodotti di risparmio sostenibile potrebbero essere annoverati anche alcuni Fondi di investimento alternativi (FIA).

Al momento sono circa 20 i FIA autorizzati italiani, riservati a investitori istituzionali, nel cui oggetto di investimento è esplicitamente previsto un riferimento alla tematica ambientale (principalmente connessa alle questioni energetiche e al finanziamento di progetti dediti allo sviluppo di impianti per la produzione di energie alternative o rinnovabili).

Tuttavia nessuno di tali gestori aderisce alle Linee guida EUROSIF in tema di finanza etica. La valorizzazione del carattere ambientale dell'investimento sembra piuttosto perseguita in termini di strategia commerciale e di diversificazione dell'offerta.

Altri prodotti di risparmio sostenibile sono le quote di fondi EuSEF, la cui disciplina è europea e, a differenza di altre, include presidi di genuinità dei prodotti.

Per fregiarsi della denominazione “Fondo EuSEF” (le cui quote sono offerte principalmente ad investitori professionali, v. art. 6 del Regolamento UE n. 346/2013) almeno il 70% della raccolta deve essere investita in “imprese sociali”, attive in numerosi ambiti, tra cui quello della tutela dell'ambiente ove corredata di un impatto sociale, come ad es. la lotta all'inquinamento, il riciclaggio e le energie rinnovabili (v. artt. 3, 10 e il Considerando n. 14 del Regolamento citato). È necessario adottare procedure che permettano di misurare gli effetti sociali dell'investimento. Si prevedono, infine, puntuali obblighi di trasparenza nei confronti degli investitori (art. 14, Regolamento citato) e di rendicontazione dell'attività verso l'autorità di vigilanza competente (art. 13, Regolamento citato). Sulla diffusione del fenomeno, ancora limitata in generale e assente in Italia, cfr. la Scheda Tecnica, par. 6.

Possono essere inclusi nel novero dei prodotti di risparmio sostenibile anche prodotti preassemblati (PRIIPS, di cui al Regolamento UE n. 1286/2014), destinati a investitori al dettaglio e che dichiarino obiettivi sociali o ambientali specifici. Per l'uso di tale etichetta nel KID (*Key*

*Information Document*) destinato ai sottoscrittori, si attendono, però, atti attuativi della Commissione Europea che specifichino le procedure per stabilire se un PRIIP miri ai predetti obiettivi (in dettaglio cfr. Scheda Tecnica, par.7).

Possono essere annoverati fra i prodotti di risparmio sostenibile anche i nuovi titoli di solidarietà previsti dal Codice del Terzo Settore. Il d. lgs. n. 117 del 3 luglio 2017, schiude a determinati soggetti che si occupano di tematiche ambientali nuove prospettive di finanziamento agevolato, puntando però anche a presidiare la effettiva destinazione del finanziamento allo scopo per il quale la provvista è stata domandata e raccolta.

L'art. 77 del citato Codice prevede che, al fine di favorire il finanziamento e il sostegno delle attività svolte da Enti del terzo settore cd. non commerciali (ex art. 79, co. 5 del Codice), gli istituti di credito autorizzati ad operare in Italia possano emettere specifici "titoli di solidarietà" sui quali gli emittenti non applicano le commissioni di collocamento e non versano il contributo di vigilanza alla CONSOB. Tali titoli sono soggetti a un dettagliato regime speciale e a significative agevolazioni fiscali anche per i sottoscrittori (cfr Scheda Tecnica, par.8).

Va però considerato che l'applicazione della normativa è rinviata. Con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze saranno stabilite le modalità attuative in termini di regime e funzionamento di questi titoli e potrebbero essere ulteriormente dettagliati i presidi volti a garantire l'effettiva destinazione degli investimenti a iniziative di sviluppo sostenibile.

\*\*\*

Quanto sin qui sinteticamente rappresentato significa che quando si parla di "moneta verde" o "finanza verde" si fa riferimento per lo più a un circuito di investimento che si auto-alimenta e si autoregola, solitamente abbastanza bene, in presenza di interessi che convergono verso un medesimo



obiettivo. Il modello più praticato e virtuoso sembra essere quello dei *green bond*.

Il circuito di investimento, per le forme fin qui assunte non implica specifiche competenze o imponenti attività della CONSOB. Il coinvolgimento è indiretto e aspecifico per i *green bond* trattati sulla piattaforma di Borsa Italiana SpA o emessi da società di gruppi che includono un emittente vigilato (cfr. Scheda Tecnica, par.9). Più prossimo, ma comunque contenuto, è il coinvolgimento per l'offerta di quote di fondi etici e per gli altri prodotti di risparmio sostenibile (cfr. Scheda Tecnica par.9).

Tuttavia, sia per effetto delle recenti novità legislative in tema di informazioni societarie non finanziarie, sia in una prospettiva più ampia e anche in vista di un possibile e auspicabile maggiore sviluppo del fenomeno, la materia non esula da quelle monitorate dall'Istituto. Ciò anche alla luce del recente documento del 20 settembre 2017 della Commissione Europea che, nell'ambito del riassetto delle competenze delle tre autorità europee in materia di vigilanza finanziaria, bancaria e assicurativa e fondi pensione (ESAs: European Supervisory Authorities), evidenzia la necessità di una vigilanza coordinata sulla finanza sostenibile per potenziarne l'efficacia pro-ambiente.

C'è dunque attenzione della CONSOB anche per le iniziative finanziarie di sviluppo sostenibile. Innanzitutto per ciò che attiene alla trasparenza di queste, nei termini previsti dal D.Lgs. n. 254 del 2016.

Il Decreto Legislativo citato impone a taluni emittenti di redigere e pubblicare, per ogni esercizio finanziario, una dichiarazione (anche a carattere consolidato) che copra, tra l'altro, i temi ambientali nella misura necessaria ad assicurare la comprensione dell'attività di impresa, del suo andamento, dei suoi risultati e degli impatti dalla stessa prodotti. Le informazioni sono selezionate secondo un criterio di rilevanza o di

materialità e vanno elaborate applicando le metodologie e i principi dello *standard* di rendicontazione adottato dall'impresa.

In punto di vigilanza, il legislatore ha individuato nella CONSOB l'Autorità amministrativa preposta ad emanare le norme di dettaglio (sulle quali si è da poco conclusa una pubblica consultazione), a vigilare sul rispetto della disciplina, a sanzionare le eventuali violazioni e a ripristinare correttezza e completezza delle informazioni, ordinando la pubblicazione delle necessarie modifiche e integrazioni.

La disciplina si applica agli Enti di Interesse Pubblico Rilevanti (cd. EIPR), ovvero le società italiane emittenti valori mobiliari ammessi a negoziazione in un mercato regolamentato italiano o dell'UE, banche, assicurazioni e imprese di riassicurazione che superino alcuni limiti dimensionali (di personale e di stato patrimoniale/ricavi netti). Gli enti interessati si stima dunque siano pari a circa 250. A questi si possono aggiungere i soggetti che volontariamente si sottopongono alla disciplina.

L'impatto della disciplina si potrà apprezzare, a partire dall'esercizio sociale 2017, in vari ambiti: sia in termini di estensione del perimetro delle società coinvolte (in via obbligatoria o volontaria), sia in termini di effetto conformativo sul tenore e sul contenuto delle informazioni rilasciate, sia in punto di materialità e confrontabilità delle medesime (cfr. Scheda Tecnica, par.10).

La nuova disciplina potrà nel medio periodo indirettamente favorire l'affermazione di buone pratiche aziendali in campo ambientale e sociale. Un contributo in questo senso viene anche da quanto previsto, in punto di *governance*, dal Codice di autodisciplina di Borsa Italiana che sin dal 2015 ha invitato gli emittenti quotati al FTSE-MIB a valutare *“l'opportunità di costituire un apposito comitato dedicato alla supervisione delle questioni di sostenibilità connesse all'esercizio dell'attività di impresa e alle sue dinamiche di interazione con tutti gli stakeholder”*.

In relazione ai prodotti di risparmio sostenibile, la nuova disciplina può potenziare la significatività dell'informativa di emissione e reportistica successiva sugli strumenti obbligazionari verdi e il loro impiego. Essa infatti può consentire verifiche di coerenza tra l'informazione sul progetto ambientale finanziato con una emissione di *green bond* e l'informazione sull'impatto ambientale che ha, in generale, l'attività dell'emittente.

Va tuttavia notato che l'ambito di applicazione del D.Lgs. 254 del 2016 non coincide né per il profilo soggettivo né per quello oggettivo con il perimetro dei soggetti che emettono prodotti di risparmio sostenibile. L'ambito applicativo del Decreto è assai più esteso. Da un punto di vista soggettivo, come segnalato, interessa tutti gli emittenti italiani quotati, le banche e le assicurazioni di certe dimensioni, indipendentemente dall'emissione di *green bond* e dall'effettivo svolgimento di iniziative orientate a favorire lo sviluppo sostenibile. Per altro verso, la redazione obbligatoria o volontaria del documento sulle informazioni non finanziarie considerate dal Decreto non è requisito necessario per l'emissione di *green bond*. Potrebbero, tuttavia, come dirò più avanti, essere realizzate delle sinergie.

\*\*\*

Proseguendo la disamina della materia dal punto di vista della regolazione, vanno considerati anche eventuali limiti da considerare e rischi da mitigare.

Al netto di ogni altro presidio di trasparenza e di correttezza previsto per i prodotti finanziari in genere, deve essere assicurata - in via di autodisciplina o di eterodisciplina - l'aderenza del prodotto di risparmio sostenibile alle finalità per le quali è stato "fabbricato" e distinto con apposita denominazione (consentire, a chi lo preferisce, di scegliere e fare investimenti che producono sviluppo sostenibile). In assenza di idonei presidi al riguardo, che ripeto possono essere di autodisciplina o di

eterodisciplina, sussiste il limite e il rischio di un utilizzo della denominazione “etica” come un “*brand*” da esibire in chiave di *marketing* e per migliorare l’attrattività dei prodotti, senza alcun costrutto per l’ambiente. Ciò non solo in quanto il progetto ambientale dichiarato non venga poi realizzato o fedelmente rendicontato, ma in quanto esso non risponda affatto o a sufficienza ai dettami tecnici della sostenibilità, che richiede la messa in campo di *expertise* qualificata.

In ragione di questo rischio, il coinvolgimento solo di operatori esperti disposti ad assoggettarsi ad autodisciplina, sul modello della emissione e della sottoscrizione di *green bond* rispettosi dei GBP, può essere considerata la soluzione più adatta a potenziare le esternalità positive della finanza verde.

Peraltro, non si può ipotizzare di mettere in campo la leva pubblica per incentivare la diffusione di questi prodotti, senza nel contempo ridurre al minimo i rischi di uso della denominazione “etica” solo per opportunismo commerciale e, a quel punto, anche fiscale.

### CONCLUSIONI

Mi avvio a questo punto a svolgere alcune considerazioni conclusive.

La valorizzazione dei prodotti di risparmio sostenibile è nelle prerogative e nella responsabilità delle istituzioni politiche.

I modelli di questa valorizzazione devono tenere conto di alcune correlazioni e del concreto funzionamento dei mercati finanziari.

Le opportunità schiuse dalla “moneta verde” possono essere una importante tessera del mosaico di interventi utili a orientare lo sviluppo economico verso modelli di sostenibilità. Ciò a condizione che la regolamentazione, in termini di autodisciplina o di eterodisciplina, consideri alcuni limiti e mitighi alcuni rischi specifici. Una regolazione specifica è

quindi necessaria. Le modalità di essa però possono essere diverse. Innanzitutto, va considerato che si può ben regolare con l'autodisciplina accanto o talvolta in sostituzione dell'eteroregolamentazione.

Ad esempio, usare la leva della regolazione pubblicitaria in relazione ai *green bond* potrebbe essere non corretto per due ragioni: perché il mercato ha una vocazione e una dimensione tipicamente sovranazionali e perché le capacità di autoregolamentazione e autodisciplina, in questo stadio di sviluppo del fenomeno *green bond*, possono ritenersi adeguate. Ciò almeno sin tanto che tale investimento sia operato essenzialmente da investitori professionali in grado di comminare efficaci sanzioni reputazionali agli emittenti verdi inaffidabili o impreparati, tenuto conto dei criteri stabiliti dai GBP.

Diverse considerazioni valgono per altri prodotti del risparmio sostenibile.

Meno presidiato, in punto di regolazione, appare ad esempio l'universo dei fondi etici per il *retail*. Si consideri infatti che, in questo ambito, non c'è alcuna sanzione sociale che la controparte possa comminare nel caso in cui l'investimento non raggiunga lo scopo etico dichiarato nella documentazione di offerta. La regolazione dovrebbe giocare quindi un ruolo importante. Tuttavia una criticità di essa è legata al possibile svolgimento di attività promiscue da parte di fondi che, pur dichiarandosi etici, non rispettano il requisito della "esclusività" previsto dalle Linee Guida EUROSIIF. Non basta la trasparenza dell'offerta in ordine alle caratteristiche etiche perseguite dal prodotto o la rendicontazione riguardo i progetti etici finanziati con una parte dell'investimento o dei suoi proventi. Questa trasparenza, pure prevista dai Regolamenti CONSOB in attuazione dell'art. 117 *ter* del TUF, è necessaria ma non sufficiente. Occorrerebbe, specie in quanto il prodotto, come la quota di un fondo, è offerto al pubblico *retail*, che l'uso della denominazione "etico" fosse condizionato all'osservanza di

regole - auto o eteroprodotte - per la selezione di iniziative realmente suscettibili di promuovere sviluppo sostenibile.

Da questo punto di vista più idonea appare la regolazione dei prodotti strutturati per il *retail* (cfr. il Regolamento PRIIPS sopra citato) e dei titoli di solidarietà del Terzo Settore. Entrambe sono ancora *in fieri*, ma sembrano seguire una più corretta impostazione al riguardo.

In particolare la normativa sui titoli di solidarietà salda la sostenibilità dell'attività finanziata dall'emissione con lo statuto *no-profit* dell'ente che svolge l'attività finanziata da una emissione fiscalmente agevolata e presenta ulteriori apprezzabili caratteristiche.

In primo luogo, è certamente positivo che con essa venga a delinearsi un nuovo canale allocativo del risparmio privato verso soggetti che tradizionalmente risultano a corto di risorse finanziarie: il legislatore sembra peraltro orientato a valorizzare concretamente quel principio di sussidiarietà orizzontale che sottende e giustifica l'attività di tali enti rispetto ad interventi esclusivamente pubblici.

Appaiono inoltre opportuni sia i presidi in materia di effettiva destinazione sociale della raccolta sia quelli in materia di caratteristiche degli strumenti emessi e, quindi, in punto di "non complessità" dei medesimi: caratteristiche funzionali a "sterilizzare" le insidie potenzialmente derivanti da certa finanza creativa. I titoli di solidarietà del Codice del Terzo Settore sono obbligazioni ed altri titoli di debito, non subordinati, non convertibili e non scambiabili, che non conferiscono il diritto di sottoscrivere o acquisire altri tipi di strumenti finanziari e che non sono collegati ad uno strumento derivato. Essi sembrano avere quindi tutte le caratteristiche di prodotto semplice, rivolto a un ampio pubblico.

Rilevanti sembrano anche quantità e qualità degli incentivi economici connessi all'emissione e alla sottoscrizione di questi strumenti, a conferma

che la leva fiscale riveste sempre una significativa importanza nello sviluppo dei fenomeni.

Resta da valutare l'apporto che a tale disciplina, ancora inapplicata, verrà dalla normativa secondaria, in quanto il Ministro dell'economia e delle finanze è chiamato a stabilire le modalità attuative in termini di regime e funzionamento di questi titoli. E resta da valutare anche quale sarà, nell'insieme, l'*appeal* che tali emissioni potranno avere per gli istituti di credito abilitati e quindi l'effettiva diffusione dei titoli.

La misura di agevolazione fiscale utilizzata peraltro potrebbe essere estesa per dare una accelerazione al processo di riconversione dello sviluppo economico verso il modello sostenibile.

A questo proposito, in generale, è evidente che il tema delle agevolazioni fiscali comporta soprattutto valutazioni di finanza pubblica che non competono all'Autorità di vigilanza dei mercati.

Alcune notazioni riguardo le ricadute di tali iniziative sulle dinamiche del mercato finanziario tuttavia si possono fare.

Un ampliamento del perimetro degli interventi avviati per il Terzo Settore in relazione ai titoli di solidarietà, potrebbe essere visto con favore in chiave di maggior inclusione finanziaria. Il fenomeno dei *green bond*, sino a qui connotato come fenomeno finanziario di nicchia, può infatti, per sensibilità e cultura, oggi ambire a diventare fenomeno di massa.

Per favorire questo obiettivo sono percorribili due diverse strade, non necessariamente alternative:

1) l'emissione di titoli di debito pubblico *green*, con taglio e regime fiscale proprio dei BTP e quindi a vocazione *retail*, in modo da permettere al risparmio delle famiglie anche questo tipo di impiego e in modo da dare una marcia in più, anche di reportistica, proprio agli investimenti pubblici in progetti per l'ambiente e la sostenibilità (green bond pubblici sul modello di Francia e Polonia: cfr. Scheda Tecnica, par. 11);

2) l'incentivazione degli emittenti *corporate* a emettere *green bond* idonei, per regime di emissione e commercializzazione, anche all'offerta al pubblico *retail*, alle stesse condizioni proposte agli investitori istituzionali e compensando con alcune agevolazioni fiscali gli inevitabili maggiori costi di emissione per gli oneri di *compliance*.

La prima strada garantisce massima inclusione finanziaria nell'iniziativa e non tocca alcuna diretta competenza Consob. Essa peraltro, pur ponendosi in diretta concorrenza con le iniziative che puntano all'espansione del mercato finanziario vero e proprio, potrebbe, almeno in parte, drenare risorse che oggi in esso non confluiscono.

La seconda, che potrebbe avere un impatto complementare di segno uguale e contrario a quello della prima, induce a due notazioni a margine.

Se si decidesse di intraprendere la strada della incentivazione fiscale delle emissioni corporate di *green bond* per il *retail*, sarebbe opportuno che a beneficiare dell'intervento di fiscalità agevolata fossero innanzitutto gli emittenti già inclusi nel novero dei soggetti che redigono il documento sulle informazioni non finanziarie di cui D.Lgs. n.254 del 2016. La misura così potrebbe rafforzare le dinamiche virtuose che l'obbligo di trasparenza informativa sulla sostenibilità delle politiche aziendali di un emittente di per sé innesca.

Sarebbe necessario, inoltre, scegliere e soppesare bene le agevolazioni fiscali previste, evitando, per quanto possibile, di fare leva sui contributi che finanziano l'attività di vigilanza sulle emissioni di strumenti finanziari diretti al pubblico *retail*.