

Dopo la delibera Consob n. 15961 del 20.5.07

## Finanza Etica?

di Luca Bagnoli e Enzo Mario Napolitano<sup>1</sup>

Associazione Italiana Revisori Etici - [www.revisorietici.net](http://www.revisorietici.net)

La finanza etica rappresenta un tema ampiamente dibattuto sia a livello dottrinale che nella quotidianità operativa. Testimoni di ciò sono l'ampia diffusione di pubblicazioni, il proliferare di insegnamenti universitari e di convegni in materia nonché, soprattutto, una sempre maggiore attenzione da parte degli attori specializzati. Inoltre, nel panorama nazionale appare fondamentale il ruolo di Banca Etica, progetto la cui evoluzione ha portato anche gli intermediari creditizi tradizionali a ripensare - anche se soltanto in minima parte - la loro attività.

Com'è noto, con l'articolo 14, comma 1, lett. i della legge 28 dicembre 2005 n.262 nel Testo Unico sulla Finanza era stato introdotto l'articolo 117-ter, *disposizioni in materia di finanza etica*.

### *Art. 117-ter - Disposizioni in materia di finanza etica*

*1. La Consob, previa consultazione con tutti i soggetti interessati e sentite le Autorità di vigilanza competenti, determina con proprio regolamento gli specifici obblighi di informazione e di rendicontazione cui sono tenuti i soggetti abilitati e le imprese di assicurazione che promuovono prodotti e servizi qualificati come etici o socialmente responsabili.*

Dunque, per la prima volta una norma citava esplicitamente la finanza etica, un fenomeno che in Italia può contare su trenta anni di esperienze (la MAG Società Mutua di Auto Gestione è nata a Verona nel 1978 su iniziativa dell'avvocato Giambattista Rossi), attribuendo alla Consob il compito di regolamentare gli specifici obblighi informativi e di rendicontazione.

In osservanza di tale disposizione, la Consob in data 7 febbraio aveva emanato un documento di consultazione in merito al quale tutti gli interessati potevano proporre osservazioni entro il 28 febbraio 2007.

Dopo aver analizzato le osservazioni pervenute, la Consob ha assunto la delibera n. 156961 del 20.05.07 (pubblicata in G.U. n. 134 del 12.6.07) che ha inserito nel regolamento d'attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni del nuovo *Titolo II-bis (Disposizioni in materia di finanza etica o socialmente responsabile)* che si compone dei due seguenti articoli:

### **Art. 55-bis. Obblighi informativi**

*1. Fermo restando quanto previsto dalla normativa vigente, nel prospetto informativo redatto secondo gli schemi di cui all'Allegato IB del regolamento adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, e successive modificazioni e nei contratti di cui all'art. 30 del presente regolamento, relativi a prodotti e servizi qualificati come "etici" o "socialmente responsabili", i soggetti abilitati e le imprese di assicurazione forniscono le seguenti informazioni:*

---

<sup>1</sup> con la collaborazione di Stella Scialpi.

- a) gli obiettivi e le caratteristiche in relazione ai quali il prodotto o servizio e' qualificato come etico o socialmente responsabile;
  - b) i criteri generali di selezione degli strumenti finanziari in virtù degli obiettivi e delle caratteristiche di cui alla lettera a);
  - c) le politiche e gli obiettivi eventualmente perseguiti nell'esercizio dei diritti di voto connessi agli strumenti finanziari detenuti in portafoglio;
  - d) l'eventuale destinazione per iniziative di carattere sociale o ambientale di proventi generati dai prodotti offerti e dai servizi prestati e la relativa misura;
  - e) le eventuali procedure adottate per assicurare il perseguimento degli obiettivi di cui alla lettera a), compresa la presenza di organi specializzati istituiti all'interno dei soggetti abilitati e delle imprese di assicurazione e le relative funzioni;
  - f) l'adesione a codici di autoregolamentazione, promossi da soggetti specializzati.
2. Una sintetica illustrazione delle informazioni di cui al comma 1 deve essere resa disponibile nel sito internet dei soggetti abilitati e delle imprese di assicurazione.

### **Art. 55-ter - Obblighi di rendicontazione**

1. Fermo restando quanto previsto dalla normativa vigente, almeno nell'ultima rendicontazione dell'anno relativa a prodotti e servizi qualificati come "etici" o "socialmente responsabili", i soggetti abilitati e le imprese di assicurazione forniscono con riferimento ai dodici mesi precedenti:
- a) l'illustrazione dell'attività di gestione in relazione ai criteri generali di selezione degli strumenti finanziari individuati ai sensi dell'art. 55-bis, comma 1, lettera b);
  - b) le informazioni in merito all'eventuale esercizio dei diritti di voto connessi agli strumenti finanziari detenuti in portafoglio;
  - c) le informazioni circa l'eventuale destinazione per iniziative di carattere sociale o ambientale di proventi generati dai prodotti offerti e dai servizi prestati e la relativa misura.
2. Le informazioni di cui al comma 1 sono rese disponibili, in forma sintetica, nel sito internet dei soggetti abilitati e delle imprese di assicurazione.

La relazione illustrativa che accompagna la delibera ha precisato quanto segue:

#### **2. Disposizioni in materia di finanza etica e socialmente responsabile**

La legge n. 262 del 2005 ha introdotto nel TUF l'art. 117-ter che delega la Consob ad emanare disposizioni in tema di obblighi informativi e di rendicontazione cui sono tenuti i soggetti che promuovono prodotti etici o socialmente responsabili. In particolare, l'unico comma della norma prevede che "La Consob, previa consultazione con tutti i soggetti interessati e sentite le Autorità di vigilanza competenti, determina con proprio regolamento gli specifici obblighi di informazione e di rendicontazione cui sono tenuti i soggetti abilitati e le imprese di assicurazione che promuovono prodotti e servizi qualificati come etici o socialmente responsabili".

La nuova previsione legislativa rappresenta una risposta alla crescente diffusione, registratasi in Italia, sia di prodotti finanziari che si qualificano come "etici", sia di una vera e propria cultura della responsabilità sociale nelle pratiche imprenditoriali e d'investimento. Il legislatore, consapevole della relatività del concetto stesso di etica e della difficoltà di definire l'investimento qualificato etico nel suo contenuto oggettivo, si è limitato ad introdurre un obbligo di trasparenza a carico dei soggetti che promuovono sul mercato prodotti o servizi "qualificati come etici o socialmente responsabili", rimettendo alla Consob il compito di determinare il contenuto di tale obbligo.

La modifica regolamentare adottata dalla Consob prevede l'inserimento all'interno del Libro III, Parte II del RI di un nuovo Titolo II-bis (Disposizioni in materia di finanza etica o socialmente responsabile) che si compone di due articoli (artt. 55-bis e 55-ter), dedicati rispettivamente agli obblighi informativi e di rendicontazione, ulteriori a quelli tradizionali, che vanno adempiuti nello svolgimento di servizi e nell'offerta di prodotti "etici".

*L'art. 55-bis impone ai soggetti abilitati ed alle compagnie di assicurazione, in relazione ai servizi e ai prodotti che vengono «qualificati come “eticici” o “socialmente responsabili”», di fornire nella documentazione d'offerta informazioni circa: gli obiettivi e le caratteristiche che giustificano tale qualificazione; i criteri di selezione degli strumenti finanziari investibili utilizzati; le politiche di azionariato attivo eventualmente perseguite; l'eventuale destinazione e la relativa misura dei proventi generati dai prodotti o dai servizi in favore di iniziative etiche; le procedure adottate per garantire il perseguimento degli obiettivi su indicati; l'adesione a codici di autoregolamentazione promossi in tale ambito. Tali informazioni andranno inserite nel prospetto informativo redatto ai sensi dell'Allegato 1B al regolamento in materia di emittenti approvato con delibera n. 11971/1999 e nel contratto stipulato secondo le indicazioni dell'art. 30 del RI, senza incrementare, quindi, la documentazione richiesta per lo svolgimento dei servizi di investimento.*

*L'art. 55-ter contiene previsioni funzionali a valorizzare il ruolo dell'informazione resa in sede di conclusione del contratto anche nel corso dell'esecuzione del contratto stesso, attraverso l'illustrazione della concreta attuazione dei principi e criteri “eticici” indicati nel prospetto e nel contratto. In particolare, nell'ultimo rendiconto annuale, e relativamente ai dodici mesi precedenti, dovrà essere illustrata l'attività di gestione svolta in relazione ai criteri generali di selezione degli strumenti finanziari individuati ai sensi dell'articolo 55-bis, comma 1, lettera b) e dovranno essere fornite informazioni in merito all'eventuale esercizio dei diritti di voto connessi agli strumenti finanziari detenuti in portafoglio e all'eventuale destinazione per iniziative di carattere sociale o ambientale di proventi generati dai prodotti offerti e dai servizi prestati e la relativa misura. In favore di una maggiore ed efficace pubblicità dell'informazione, entrambi gli articoli dispongono, poi, che le informazioni previste siano rese disponibili anche sul sito internet dei soggetti abilitati e delle imprese di assicurazione: un onere che può fondatamente ritenersi non costoso, ma estremamente utile per il pubblico degli investitori.*

Ora che l'iter regolamentare si è concluso, risulta possibile svolgere alcune riflessioni sulla finanza etica ma anche sulla comunicazione etica.

### **I confini della finanza etica.**

Il documento di consultazione Consob resta estremamente interessante, anche dopo la modifica regolamentare, perché, in assenza di indicazioni normative vincolanti, definisce la finanza etica, descrivendola come

*un processo di investimento fondato su criteri di selezione dei titoli che non si pongono, come fine esclusivo, la massimizzazione dei rendimenti (dato un certo grado di rischio) ma anche la salvaguardia di valori universali quali l'equità sociale, la protezione dell'ambiente e della salute, lo svolgimento dell'attività economica nel rispetto degli interessi di tutti gli stakeholders e, più in generale, dei cittadini.*

Si tratta di un processo inserito nel più vasto ambito di *Responsible Socially Investing (RSI)* che la Consob rappresenta come *un'attività di gestione nella quale considerazioni di carattere sociale, etico ed ambientale orientano le scelte di investimento nonché come politica di esercizio dei diritti connessi ai titoli detenuti.*

Secondo la Consob l'idea di fondo che ispira le filosofie di RSI e quindi la finanza etica corrisponde:

- da un lato, alla capacità dei soggetti gestori di realizzare attraverso titoli di emittenti *socialmente responsabili* performance migliori in correlazione ai maggiori profitti realizzati da tali emittenti;
- dall'altro, alla tutela della dimensione sociale anche attraverso la *promozione* di operatori del mercato sensibili allo sviluppo di siffatti temi.

Operativamente, secondo la Commissione il processo decisionale che caratterizza la finanza etica si fonda sull'applicazione di

- criteri di esclusione (*screening negativo*)
- criteri di inclusione (*screening positivo*)

all'universo investibile con l'obiettivo di selezionare emittenti che contribuiscano allo sviluppo sostenibile e/o adottino sistemi di *corporate governance* appropriati in tema di relazioni con il personale dipendente.

La definizione di finanza etica appare costruita sui prodotti del risparmio gestito, anche con finalità previdenziali o assicurative (fondi comuni, gestioni individuali, fondi pensione, polizze *unit linked*), caratterizzati da un processo di selezione dell'universo investibile connesso all'impegno sociale degli emittenti.

In quest'ottica la Consob ha fatto esplicito riferimento agli standard informativi proposti dalle "*Linee Guida Eurosif per la Trasparenza dei fondi di investimento retail socialmente responsabili*" ([www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)) che rappresentano una regolamentazione su base volontaria, finalizzata a fornire informazioni ulteriori per consentire agli investitori una scelta consapevole anche con riferimento agli obiettivi propri dei prodotti di finanza etica.

Risulta invece assente qualsiasi riferimento alle esperienze internazionali (per tutti, la Grameen Bank quale più grande banca etica del mondo) e ai documenti prodotti dalle reti delle banche e delle finanziarie etiche (quale Inaise, attualmente presieduta da Giovanni Acquati, fondatore della Mag2 di Milano).

Di notevole interesse appare l'attenzione per l'ampliamento dei confini della finanza etica, anche se appare piuttosto limitato. Da una parte, si segnala l'inclusione del microcredito (*credito a favore di soggetti che non possono offrire idonee garanzie alle banche, ovvero i c.d. soggetti "non bancabili"*) e degli strumenti finanziari utilizzati per finanziare opere socialmente utili, quali la costruzioni di scuole o ospedali. Dall'altra, si sottolinea come la finanza etica non sia soltanto investimento nei titoli di imprese sostenibili o *social banking* da dedicare ai soggetti svantaggiati poiché rappresenta anche - e soprattutto - credito erogato alle cooperative ed alle imprese sociali in genere, alle realtà che operano nel commercio equo solidale o nel turismo responsabile e alle cooperative di agricoltura biologica.

Passando all'analisi del quadro normativo, la Consob si è limitata ad evidenziare che la formulazione dell'art. 117-ter del TUF non ha richiesto la predisposizione di norme definitorie, riferendosi ai "*prodotti e servizi qualificati come etici o socialmente responsabili*" e non, quindi, da qualificare attraverso appositi interventi normativi e che, prescindendo dall'approccio seguito da ciascun soggetto per la qualificazione etica dei propri prodotti o servizi, (...) esiste un problema connesso ai possibili significati attribuibili al concetto di etica.

Un approccio ribadito nella relazione alla delibera che, come abbiamo già visto, recita

*Il legislatore, consapevole della relatività del concetto stesso di etica e della difficoltà di definire l'investimento qualificato etico nel suo contenuto oggettivo, si è limitato ad introdurre un obbligo di trasparenza a carico dei soggetti che promuovono sul mercato prodotti o servizi "qualificati come etici o socialmente responsabili", rimettendo alla Consob il compito di determinare il contenuto di tale obbligo.*

Secondo la Commissione non è quindi possibile definire *ex ante* un concetto di etica che abbia lo stesso significato per tutti i portatori di interessi. Quale conseguenza di questa scelta di non imporre soluzioni definitorie standard, nemmeno minime, si ha la possibilità per qualsiasi emittente di costruirsi una *etica su misura*. Dell'emittente e/o degli investitori.

Dunque, almeno in teoria un emittente potrebbe qualificare come *etici* o *socialmente responsabili* prodotti che finanziano imprese o investono in settori ritenuti sconvenienti da buona parte del mondo della finanza etica internazionale: produzione di armi, droghe, gioco d'azzardo, pornografia e prostituzione, ecc.

*La Consob ha, di fatto, legittimato il relativismo nella finanza etica.*

### **I protagonisti della finanza etica.**

La Commissione, nel documento di consultazione, ha identificato con precisione gli attori coinvolti. Si può trattare di:

- (1) i soggetti abilitati ai sensi dell'art. 1 del TUF e quindi le SIM, le banche, le SGR, le Società di gestione armonizzate e le Sicav;
- (2) gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 TUB;
- (3) le banche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento;
- (4) le imprese di assicurazione;
- (5) gli OICR aperti;
- (6) i fondi chiusi;
- (7) i soggetti assicurativi che operano nel ramo vita di cui all'art. 2 del dlgs 209/2005;
- (8) i gestori di portafogli individuali (GPM e GPF);

Di contro, la norma non si applica a:

- (1) gli altri servizi di investimento ed accessori;
- (2) le forme pensionistiche complementari, sia individuali che collettive.

Si segnala nuovamente l'assenza di qualsiasi riferimento alle Mutue di Auto Gestione (Mag) che hanno rappresentato dal 1978 al 1998 (anno di fondazione della Banca Popolare Etica) l'unica esperienza di finanza etica in Italia. Si tratta di una lacuna che, seppur sicuramente dettata da motivazioni giuridiche, di fatto *cancela* la storia della finanza etica italiana.

### **La relazione con l'investitore etico.**

La Consob, nel proporre agli interessati le modifiche regolamentari necessarie, ha affrontato il complesso tema della relazione tra l'emittente e l'investitore in prodotti etici.

Uno dei principi della finanza etica, riconosciuto a livello internazionale, è la consapevolezza dell'investitore sulla destinazione dei propri risparmi, sui soggetti finanziati e sugli esiti sociali, ambientali e culturali dell'impiego effettuato. Una consapevolezza che deve essere assicurata attraverso una comunicazione costante, dialogante e reciproca.

La Consob ha proposto di intervenire – così come poi è intervenuta - attraverso l'introduzione, nel Libro III, Parte II, del Regolamento Consob n. 11522/1998 (c.d. "Regolamento Intermediari"), di un nuovo Titolo II-bis composto da due articoli disciplinanti, rispettivamente, gli obblighi informativi (art. 55-bis) e quelli di rendicontazione (art. 55-ter).

In merito agli obblighi informativi la Commissione con l'art. 55-bis – prima riportato - ha ritenuto opportuno limitarsi a regolamentare l'informativa precontrattuale da rendere agli investitori per iscritto e tramite il sito internet.

L'articolo 55-bis ha quindi riconosciuto (con la lettera e) il ruolo dei comitati etici ma non ne ha precisato i requisiti minimi di indipendenza.

Gli obblighi di rendicontazione periodica introdotti con l'art. 55-ter vengono assolti nell'ultima rendicontazione dell'anno relativa ai prodotti e servizi ma non nel bilancio d'esercizio.

*Sarebbe troppo imporre il bilancio sociale agli operatori che definiscono etica la loro offerta?*

Manca qualsiasi indicazione sulle caratteristiche e le modalità d'asseverazione della veridicità e della correttezza della rendicontazione etica nonché di coerenza tra obiettivi/criteri gestionali ed effettiva attività gestionale posta in essere dall'emittente.

Il giudizio sul *merito etico* dell'emittente e delle sue offerte è dunque delegato ai clienti che, anche quando dotati delle sufficienti conoscenze, non possono utilizzare adeguati strumenti di dialogo con l'emittente.

In definitiva, la modifica del Tuf e la regolamentazione Consob rappresentano novità positive solo in quanto riconoscono, con decennale ritardo, la finanza etica.

Semmai, appare semplicistico limitare questo riconoscimento introducendo unicamente alcuni obblighi di comunicazione (*etica?*) da parte di realtà finanziarie alla ricerca di una facile legittimazione sociale.

Ci auguriamo che possono invece rappresentare un primo passo ed uno stimolo a una reale competizione che porti a offerte in grado di coniugare performance, sostenibilità ambientale e sociale, tutela dei lavoratori e, più in generale, conduca il sistema creditizio a ripensare alla propria funzione sociale che sicuramente non può limitarsi alla ricerca di Roe sempre più elevati.

30 giugno 2007