



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

## **Il risparmio gestito: prime evidenze sulla gestione dei rischi climatici e ambientali**

Intervento di Giuseppe Siani

Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia

Milano, 15 febbraio 2023

Le tematiche di sostenibilità, anche note con la sigla *Environmental, Social and Governance* (ESG), sono da tempo centrali nell'agenda politica europea e internazionale, nei lavori delle Autorità di vigilanza e nell'attività quotidiana degli operatori del mondo della finanza. Le iniziative delle Autorità coprono le diverse aree ESG, ma sono i temi legati ai rischi ambientali, e in particolare quelli climatici, quelli sui quali la loro attività è più intensa.

L'aumento significativo delle quotazioni dei prodotti energetici, le tensioni geopolitiche, l'elevata inflazione e il conseguente abbandono di politiche monetarie accomodanti perdurate per oltre un decennio, pongono nuove sfide alla prosecuzione degli ambiziosi percorsi di sostenibilità avviati. Invertendo le tendenze degli anni passati, gli investimenti legati ai settori "sostenibili" hanno fatto registrare, nel corso del 2022, rendimenti inferiori rispetto ai comparti legati alla produzione, trasformazione e distribuzione dell'energia fossile e all'industria bellica.

Tali sviluppi andranno comunque valutati su un orizzonte temporale più lungo e non devono indurre a rallentare gli sforzi per la realizzazione di un percorso di transizione verso modelli di sostenibilità, in particolare per ciò che concerne la decarbonizzazione dei nostri sistemi economici; le vulnerabilità del modello di approvvigionamento energetico dell'Europa rendono il passaggio a fonti rinnovabili economicamente conveniente e ancora più urgente.

### **1. Il ruolo degli intermediari non bancari**

Da oltre un decennio, è in corso un trend globale di crescita del peso degli intermediari finanziari non bancari nel finanziamento all'economia. In Italia, il sistema bancario ha svolto storicamente un ruolo prevalente e la quota della finanza non bancaria è rimasta abbastanza stabile nel tempo; tuttavia, si è osservata una rilevante crescita del ruolo degli intermediari non bancari, e in particolare degli operatori del risparmio gestito.

Inoltre, negli ultimi anni, una quota crescente del risparmio gestito si è orientato verso criteri di sostenibilità: l'incremento dei prodotti di investimento (art. 9 Regolamento sulla *disclosure* sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari 'SFDR') o che promuovono caratteristiche di sostenibilità (art. 8 SFDR), è proseguito anche in un contesto di mercato in cui i fondi hanno fatto registrare, in media, rendimenti negativi e deflussi netti (<sup>1</sup>).

Il medesimo trend si registra, seppur con proporzioni minori, anche in Italia: alla fine del terzo trimestre 2022, i prodotti 'sostenibili' rappresentavano il 40% del totale che, ancorché inferiore rispetto alla media europea, risultava comunque in crescita rispetto al 34,7% di fine 2021 (<sup>2</sup>).

La sfida della sostenibilità non riguarda quindi solo le banche ma coinvolge direttamente gli intermediari finanziari che svolgono un ruolo rilevante nella mobilitazione e canalizzazione delle risorse finanziarie necessarie per effettuare gli investimenti destinati a supportare la transizione ecologica ed energetica.

Inoltre, gli intermediari non bancari assumono partecipazioni azionarie e sono quindi potenzialmente in grado di influenzare in modo diretto le scelte strategiche delle imprese. Essi possono svolgere anche un ruolo di consulenza sulle tematiche di sostenibilità per le imprese, in particolare di quelle meno dotate di capacità analitica autonoma.

## 2. La recente evoluzione della normativa

Lo sviluppo della finanza sostenibile è stato influenzato anche dalle rilevanti modifiche intervenute nella regolamentazione europea, che ha anticipato, e in parte guidato, l'evoluzione dell'intermediazione finanziaria, in particolare per quanto riguarda la strutturazione dei prodotti e la *disclosure*.

In questi mesi la finalizzazione e l'entrata in vigore di alcuni provvedimenti consentono di proseguire nel completamento del quadro normativo. Mi riferisco ad esempio alla completa entrata in vigore del SFDR lo scorso 1° gennaio che promuove l'informativa al mercato da parte dei fornitori di servizi finanziari e degli operatori che prestano raccomandazioni d'investimento, tramite regole armonizzate volte a migliorare la qualità delle informazioni e la comparabilità dei prodotti in materia di sostenibilità.

Inoltre, dalla medesima data, le imprese non finanziarie soggette agli obblighi di *disclosure* ai sensi dell'art. 8 del Regolamento Tassonomia dovranno cominciare a fornire

---

<sup>1</sup> Il Regolamento SFDR individua tre categorie di prodotti di investimento ai quali sono associati differenti obblighi di *disclosure*, identificati per convenzione, con il rispettivo articolo di riferimento: gli investimenti sostenibili ex art. 9, in cui l'intero patrimonio del fondo è destinato al perseguimento di un determinato obiettivo di investimento sostenibile; gli investimenti che promuovono caratteristiche di sostenibilità ex art. 8, nei quali i fattori di sostenibilità rivestono un ruolo rilevante nelle scelte di investimento pur non perseguendo alcun obiettivo specifico di sostenibilità; la categoria residuale degli investimenti non sostenibili ex art. 6.

<sup>2</sup> Fonte: dati Assogestioni.

dati sugli indicatori (*Key Performance Indicators* - KPIs) relativi alla proporzione delle loro attività allineate con la Tassonomia <sup>(3)</sup>.

Il 5 gennaio scorso è entrata in vigore anche la nuova *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) che, con i connessi standard di sostenibilità EFRAG, sarà applicabile sia alle imprese finanziarie sia alle imprese non finanziarie di più grandi dimensioni, nonché alle imprese quotate.

Infine, un ulteriore elemento rilevante del quadro legislativo europeo è rappresentato dalla proposta di direttiva relativa al "dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità" (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*; CSDDD), la quale introdurrebbe l'obbligo per le grandi imprese (finanziarie e non) di individuare, prevenire e mitigare gli impatti negativi dell'attività aziendale sui diritti umani e sull'ambiente, oltre che di predisporre un piano di transizione coerente con l'Accordo di Parigi.

In particolare, gli intermediari dovrebbero astenersi dagli investimenti nelle controparti che presentano impatti negativi sull'ambiente e sui diritti umani, ovvero definire misure di mitigazione e riduzione degli impatti potenzialmente assai onerosi. La direttiva avrebbe implicazioni particolarmente rilevanti per l'intera "catena del valore" delle grandi imprese, incluse le imprese fornitrici e clienti, indipendentemente dalla loro dimensione.

La citata produzione normativa prevede norme stringenti e incisive che pongono l'Unione Europea in una posizione di primo piano a livello mondiale nella lotta ai cambiamenti climatici. Tuttavia, l'implementazione effettiva di tale quadro normativo ha messo in evidenza alcune aree di criticità e alcune necessità di affinamento.

Faccio riferimento, ad esempio:

- a) alla notevole complessità del *framework* sulla tassonomia e sulla *disclosure*, che pone in capo agli intermediari oneri di *compliance* non irrilevanti, soprattutto per quelli di minori dimensioni; il lungo processo di *phase in* delle norme, se da un lato agevola il graduale adeguamento delle prassi aziendali ai nuovi standard, dall'altro rischia di creare incertezze e incongruenze nella sequenza temporale dei diversi provvedimenti;
- b) ai rilevanti *data gap* ESG esistenti, soprattutto per quanto riguarda le piccole e medie imprese (PMI) che rischiano di metterle in una posizione di grave svantaggio e che non saranno del tutto risolti dall'attuazione della CSRD;
- c) ai dubbi interpretativi nell'applicazione del *framework* della tassonomia e della SFDR, i quali rischiano di produrre indesiderati effetti pro ciclici andando a rendere più difficile il reperimento di risorse finanziarie per quelle imprese che più necessitano di finanziare l'avvio dei loro piani di transizione.

Si rendono quindi necessarie ulteriori evoluzioni, al fine di assicurare la migliore efficacia delle norme e superare gli aspetti più problematici, anche per evitare ricadute

---

<sup>3</sup> Le imprese finanziarie adempiranno a questo obbligo, che comporterà anche il calcolo di indicatori come il *Green Asset ratio* e il *Green Investment Ratio*, a partire dall'anno prossimo.

sulla competitività delle imprese europee rispetto a quelle delle imprese extra-UE, situate in aree del pianeta nelle quali il tema della sostenibilità non viene affrontato con la medesima sensibilità.

L'impegno della Banca d'Italia proseguirà nelle varie sedi nazionali e internazionali, con l'obiettivo di assicurare il più possibile la convergenza verso standard condivisi a livello internazionale e l'eliminazione delle aree di incertezza, riducendo gli oneri di *compliance*. Occorre inoltre salvaguardare il principio di proporzionalità, ricorrendo ad esempio a una valutazione di materialità di tali rischi per le attività considerate, in particolare per gli intermediari di minori dimensioni, nonché il superamento di tematiche connesse ai *data-gap* delle informazioni ESG.

### 3. L'attività di vigilanza della Banca d'Italia

La crescente attenzione alle tematiche ambientali ha creato importanti opportunità di *business*, ha messo in evidenza la rilevanza dei rischi climatici e l'esigenza per tutti gli intermediari di valutarli e gestirli correttamente in un'ottica di sana e prudente gestione. Per questo motivo, analogamente ad altre iniziative avviate nell'ambito del Meccanismo Unico di Vigilanza (MUV), la Banca d'Italia ha pubblicato, nel mese di aprile 2022, le "Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali" ("le Aspettative")<sup>(4)</sup>, contenenti indicazioni non vincolanti per gli intermediari vigilati bancari e finanziari circa l'integrazione dei rischi climatici e ambientali (fisici e di transizione) nel modello di business e nella strategia aziendale, nei sistemi di governo e controllo, nel sistema organizzativo e nei processi operativi, nel sistema di gestione dei rischi e nell'informativa al mercato.

La pubblicazione delle Aspettative ha rappresentato un primo passo nella direzione di sensibilizzare il sistema finanziario circa la rilevanza di questi rischi nelle strategie e nella gestione aziendale degli intermediari, delineando un percorso di medio periodo per l'allineamento graduale e progressivo delle prassi aziendali ai loro principi.

Nell'ottica di un approccio graduale, le Aspettative verranno integrate per tenere conto dello sviluppo di *best practices*, dell'evoluzione del quadro normativo di riferimento e delle evidenze acquisite nel corso del dialogo di supervisione all'interno del processo di revisione e valutazione prudenziale (SREP), nonché di occasioni di confronto con l'industria come il workshop di oggi.

Un punto qualificante del documento è l'approccio unitario rivolto a tutte le tipologie di intermediari vigilati dalla Banca d'Italia che garantisce la coerenza dell'azione di vigilanza e l'applicazione di uguali principi alla stessa attività indipendentemente dalla forma giuridica con la quale è svolta. L'esposizione ai rischi "tradizionali" e climatici non dipende infatti dalla categoria istituzionale alla quale l'intermediario appartiene, ma piuttosto dall'effettivo modello di *business* adottato.

---

<sup>4</sup> [https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/vigilanza-bancaria/Aspettative\\_di\\_vigilanza\\_BI\\_su\\_ESG.pdf](https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/vigilanza-bancaria/Aspettative_di_vigilanza_BI_su_ESG.pdf)

Si pensi, ad esempio, alle SGR che gestiscono fondi di credito, le quali sono chiamate, come le banche e molti intermediari finanziari ex art. 106 del T.U.B., a valutare i rischi climatici e ambientali, nella duplice forma di rischi fisici e di transizione, nel processo di erogazione del credito. Analogamente, le banche particolarmente attive nel settore delle gestioni patrimoniali e le compagnie assicurative che commercializzano soluzioni assimilabili a prodotti di investimento sono esposte a profili di rischio ESG simili a quelli del settore del risparmio gestito.

Piuttosto, un fondamentale elemento di differenziazione è costituito dalla circostanza che l'intermediario investa e assuma rischi in conto proprio ovvero che gestisca (offra consulenza su) risorse di terzi. Nel primo caso, la determinazione del livello di esposizione ai rischi climatici e ambientali considerato accettabile ne implica l'integrazione nel *Risk Appetite Framework* (RAF) dell'intermediario e riflette la propensione al rischio ritenuta adeguata dai vertici aziendali rispetto alla sua situazione economica e patrimoniale. Nel secondo caso invece, il livello di esposizione ai rischi climatici e ambientali è inevitabilmente influenzato dalle scelte degli investitori, mentre gli intermediari devono preservare la corretta misurazione, gestione e rappresentazione dei rischi ESG e l'adozione di un chiaro orientamento strategico sulle caratteristiche di sostenibilità che si vogliono perseguire negli investimenti da prospettare al mercato e agli investitori.

D'altra parte, anche intermediari appartenenti alla stessa categoria giuridica possono presentare significative differenze nel modello di *business* adottato, nelle loro dimensioni, nella complessità delle strategie di investimento. Per il settore del risparmio gestito, la declinazione effettiva dei fattori ESG dipende dalla tipologia di fondi gestiti e dal relativo tipo di investitori. Ne consegue dunque la necessità di applicare un corretto principio di proporzionalità nel valutare la situazione di ciascun intermediario in funzione del modello di business adottato, delle dimensioni aziendali e della sua complessità operativa.

Successivamente alla pubblicazione delle aspettative, la Banca d'Italia ha distribuito a un campione di 86 intermediari non bancari, tra cui 40 SGR, un questionario di autovalutazione volto ad apprezzare il livello di integrazione dei rischi climatici e ambientali nei paradigmi gestionali con particolare riguardo alle seguenti aree: (i) modello di *business* e strategia; (ii) *governance* e organizzazione; (iii) sistema di gestione dei rischi; (iv) informativa al mercato.

Tale esercizio ha permesso alla Vigilanza di effettuare una prima valutazione del livello di allineamento alle aspettative da parte degli intermediari non bancari. L'analisi delle risposte ha evidenziato un limitato allineamento alle aspettative: a fronte di una generalizzata attenzione alle tematiche ESG da parte dei vertici aziendali, sono state riscontrate diffuse carenze, con ritardi nella realizzazione e, spesso, anche nella pianificazione degli interventi strutturali sui diversi profili aziendali interessati.

Le principali evidenze mostrano che:

- a) per quanto riguarda il modello di *business* e la strategia adottata, la maggioranza degli intermediari si è limitata a ricondurre il tema della sostenibilità del *business model* alla presenza o meno, nella propria offerta commerciale, di prodotti proposti come "green" o "socialmente responsabili", mentre è risultata scarsa l'attenzione

al conseguimento obiettivi di sostenibilità misurabili e alla definizione di specifici indicatori di *performance*;

- b) con riguardo alla *governance* e al sistema organizzativo, sono emerse aree di debolezza legate alla modesta presenza di competenze sui temi climatici e ambientali negli organi amministrativi aziendali e a un insufficiente sistema di reportistica, oltre a una scarsa formalizzazione di ruoli e responsabilità all'interno degli organi amministrativi;
- c) con riferimento al sistema di *gestione dei rischi*, si evidenziano carenze nell'azione di presidio da parte delle funzioni di controllo. Inoltre, è emerso il problema molto diffuso della difficile reperibilità di dati affidabili e utili alla misurazione dei rischi; in particolare, la qualità delle informazioni, raccolte principalmente da *providers* esterni, è risultata non adeguatamente valutata, tenuto conto delle carenti strategie di governo dei dati e della relativa insufficiente integrazione nei sistemi informativi aziendali.

Vi è l'esigenza di uno sforzo congiunto intermediari-imprese non finanziarie sul tema dei dati. I fornitori di dati possono svolgere un ruolo, ma in questa fase tendono ad appoggiarsi su stime spesso non particolarmente affidabili a livello di singola impresa.

Pur nel quadro di debolezza sopra illustrato, l'analisi dei questionari ha comunque evidenziato numerose buone prassi preliminari, a testimonianza della varietà degli approcci adottati da parte degli intermediari non bancari.

Abbiamo ad esempio rilevato che:

- a) per quanto riguarda il *modello di business e il connesso rischio strategico*, alcuni intermediari hanno effettuato un'analisi del contesto aziendale e la valutazione della materialità dei rischi climatici, come prerequisito fondamentale per procedere alla definizione di strategie in materia di sostenibilità. Al riguardo, è emersa anche la buona pratica dell'attuazione di un sistema di monitoraggio sul grado di conseguimento degli obiettivi ESG definiti in sede di pianificazione strategica, attraverso l'individuazione di specifici KPIs;
- b) con riferimento ai *sistemi di governo e controllo* alcuni intermediari hanno predisposto una specifica *policy* in materia di sostenibilità definendo le relative responsabilità in materia, attribuendo direttamente le competenze al Consiglio di Amministrazione oppure creando strutture organizzative *ad hoc*. Altre società hanno previsto programmi di formazione per dipendenti e dirigenti e hanno incluso obiettivi di sostenibilità misurabili, non meramente formali, nelle proprie politiche di remunerazione;
- c) nell'ambito della *gestione dei rischi*, alcuni intermediari hanno avviato, o almeno pianificato, una prima mappatura degli effetti dei rischi climatici e ambientali sul proprio *business* per valutarne gli impatti sui diversi profili aziendali. I risultati di queste analisi saranno alla base dell'introduzione dei rischi di sostenibilità nel RAF e nei processi di autovalutazione dell'adeguatezza patrimoniale.

La valutazione dei risultati e delle iniziative appena richiamate va comunque inquadrata nell'ambito del principio di proporzionalità; ad esempio, a parità di esposizione ai rischi

climatici e ambientali, lo sforzo richiesto dalle Aspettative a un intermediario di grandi dimensioni sarà sicuramente maggiore rispetto a quello richiesto a intermediari più piccoli.

È questo il caso, ad esempio, degli intermediari che, sulla base del principio di proporzionalità hanno istituito una funzione unica di controllo, i quali adotteranno interventi coerenti con il livello di complessità aziendale. Allo stesso modo, una SGR che gestisce una gran numero di fondi necessiterà di un sistema di reportistica dei rischi ESG all'alta direzione maggiormente strutturato, oltre che di interventi sui sistemi di *governance* più incisivi, rispetto a una SGR "sotto soglia" che gestisce un numero limitato di fondi.

Analogha valutazione si applica per le modalità di governo dei dati, nella misura in cui per un intermediario più piccolo potrebbe essere sufficiente affidarsi ai dati di *providers* esterni, seppur con le opportune valutazioni e i necessari adattamenti, mentre per gli intermediari più grandi è necessario alimentare le basi dati anche con dati o indicatori interni.

#### 4. I Piani di azione e le attività di vigilanza future

L'esame dei risultati preliminari descritti e l'interazione avviata nei mesi scorsi con rappresentanti dell'industria ha fatto emergere l'esigenza di chiedere a tutti gli intermediari di predisporre un "Piano di azione" (Piano) che comprenda:

- a) l'autovalutazione del grado di allineamento delle prassi aziendali con le Aspettative <sup>(5)</sup>;
- b) la valutazione della materialità dell'esposizione ai rischi climatici e ambientali in funzione dello specifico *business model* adottato e della dimensione e complessità dell'azienda;
- c) l'individuazione degli specifici interventi che si intende porre in essere per colmare le lacune identificate;
- d) la definizione delle priorità e dei tempi necessari al completamento delle diverse iniziative, in considerazione dell'intensità di esposizione ai rischi e in funzione della dimensione e complessità dell'operatività aziendale.

Il Piano dovrà essere approvato dal Consiglio di Amministrazione, e dovrà essere trasmesso a questo Istituto, insieme alla valutazione del Collegio sindacale, entro la fine del prossimo mese di marzo.

I Piani saranno poi valutati nell'ambito del processo di revisione e valutazione prudenziale (SREP) che la Banca d'Italia svolge annualmente su tutti gli intermediari vigilati. Tuttavia, la predisposizione dei Piani rappresenta solo un primo *step* che avvia il percorso di allineamento alle aspettative di vigilanza nell'ambito del dialogo di supervisione e che vedrà impegnati gli intermediari insieme alla Vigilanza per gli anni a seguire attraverso una serie di iterazioni successive.

---

<sup>5</sup> A tal fine, gli intermediari potranno utilizzare, a fini interni, il questionario utilizzato dalla Vigilanza per la rilevazione di aprile 2022 e disponibile su richiesta.

Ci si aspetta quindi nel corso dei prossimi mesi miglioramenti e affinamenti del grado di allineamento con le Aspettative, nel rispetto del principio di proporzionalità e di un approccio di vigilanza graduale e mirato a raggiungere, in un orizzonte di medio termine, un soddisfacente livello di allineamento con le Aspettative.

La Vigilanza è consapevole del fatto che si tratta di un impegno sfidante, soprattutto per quegli intermediari di minori dimensioni che non sono stati interessati dal questionario di autovalutazione.

Siamo comunque impegnati a garantire il supporto, ad esempio fornendo i necessari chiarimenti sulle Aspettative e sul processo, la frequente interlocuzione con gli intermediari e le associazioni di categoria. A tal fine, è stato predisposto uno schema che può costituire un utile riferimento per la rappresentazione dei Piani di azione e che è disponibile previa richiesta alla Vigilanza. Al fine di agevolare la redazione del Piano, inoltre, si metterà a disposizione delle associazioni di categoria un documento riassuntivo delle sopra richiamate *good practices*.

La Banca d'Italia adotterà la necessaria flessibilità e proporzionalità nella valutazione dei Piani. Ci aspettiamo tuttavia che gli intermediari profondano il massimo sforzo per rispettare la scadenza di marzo, in particolare quegli intermediari che hanno già partecipato al questionario di autovalutazione.

Tali interventi devono consistere in azioni concrete, con obiettivi misurabili e scadenze definite, eventualmente suddivise per *steps* intermedi, lungo un orizzonte di medio periodo pari a circa tre anni.

\* \* \*

Stiamo attraversando un periodo di transizione particolarmente complesso, nel quale, oltre agli effetti derivanti dai fattori di crisi sopra indicati, pesano una serie di difficoltà legate alla complessità delle tematiche trattate, a dubbi interpretativi delle norme e incertezze sulle modalità di applicazione, alla difficoltà nel tramutare dei principi generali in azioni concrete.

Gli intermediari non bancari svolgono un ruolo fondamentale nel percorso di transizione. Questo percorso solleva tuttavia una serie di nuovi rischi e, da un punto di vista di vigilanza prudenziale, è altrettanto fondamentale che gli intermediari siano in grado di valutare e gestire correttamente tali rischi, nel rispetto della specifica funzione da essi svolta nel sistema finanziario.

Gli intermediari che, analogamente a quanto fanno le banche, investono assumendo rischio in proprio, devono assicurare la sana e prudente gestione presidiando i rischi ambientali che impattano sulla loro situazione patrimoniale e finanziaria; gli intermediari che gestiscono risorse di terzi, perseguono la sana e prudente gestione assicurando l'adeguata gestione dei rischi sui portafogli gestiti, la correttezza dei comportamenti e la trasparenza delle informazioni alla propria clientela.

Coerentemente con il quadro delineato dalle Aspettative, agli intermediari è richiesta l'adozione di un approccio pragmatico e graduale volto a consentire progressivi miglioramenti nell'allineamento con le Aspettative.

Questo workshop conferma l'importanza dell'interazione tra Autorità di vigilanza e operatori di mercato per chiarire eventuali dubbi e promuovere la preparazione di Piani di azione concreti e mirati.