

Convegno “**Le spinte innovative della digitalizzazione: l’evoluzione dei modelli di *business* nel *wealth management*”**”

*Milano, 18 novembre 2022*

**Intervento: Il punto di vista della Vigilanza**

- Ringrazio i colleghi della sede di Milano per l’invito a intervenire in questo evento denso di spunti e contributi molto interessanti
- Le riflessioni svolte negli interventi precedenti sono giustamente partite da una visione globale del processo di gestione del risparmio. Il risultato finale conseguito dall’investitore finale dipende infatti dall’opera congiunta delle reti distributive, dei gestori del risparmio, delle banche depositarie e di tutti i soggetti terzi, anche non sottoposti a controllo pubblico, cui gli intermediari si rivolgono per un’ampia gamma di servizi
- Le principali innovazioni descritte sono riconducibili all’utilizzo dell’intelligenza artificiale nell’ambito del processo di investimento o all’applicazione di tecnologie di *machine learning* e/o di *big data* per la profilatura dei clienti. Di pari rilevanza è il fenomeno relativo alla c.d. “tokenizzazione” delle attività finanziarie tramite la tecnologia DLT, fenomeno che può riguardare sia gli *asset* in cui investono i fondi comuni di investimento sia le stesse quote o azioni di OICR
- Si tratta di fenomeni che combinano l’utilizzo delle tecnologie innovative di elaborazione dei dati, lo sviluppo del rapporto con fornitori di servizi che solo in alcuni casi è pienamente riconducibile alla fattispecie dell’outsourcing, la creazione di molteplici punti di contatto/interazione con il mondo “parallelo” della finanza decentralizzata costruito attorno alle DLT
- L’innovazione connessa con la digitalizzazione è quindi pervasiva e tocca tutti gli aspetti del risparmio gestito: la tipologia di asset e prodotti offerti dagli operatori, le modalità per il loro acquisto ed il ruolo delle reti distributive, le modalità di svolgimento della gestione di portafoglio e della consulenza finanziaria, i processi operativi degli intermediari
- Ne consegue che sono potenzialmente chiamati in causa i modelli di business consolidati del settore con le connesse catene del valore, sia per le modifiche che impattano gli attori esistenti, sia per l’entrata nel campo di gioco di nuovi operatori. Considerato lo stato iniziale delle esperienze è tuttavia ancora presto per capire se e in che misura l’innovazione avrà una funzione disruptive sugli equilibri consolidati tra distribuzione e produzione
- Con riguardo al beneficio per i clienti, sono evidenti soprattutto le implicazioni potenzialmente positive per la maggiore personalizzazione e qualità del servizio di gestione che le nuove tecnologie (AI) permettono; non è ancora chiaro quanto estesa sia la massa dei clienti che

potranno beneficiarne né gli effetti sui profili rischio-rendimento-costi delle innovazioni. Su questo l'esperienza concreta fornirà le risposte

- A fronte delle opportunità vanno considerati i nuovi rischi portati dall'innovazione tecnologica e dalla finanza digitale
- L'utilizzo nella finanza delle nuove tecnologie digitali, in particolare di quelle decentralizzate, presenta le stesse tipologie di rischio della finanza tradizionale (credito, mercato, operativo, cibernetico, liquidità, etc.); l'importanza di questi rischi, anche ai fini della stabilità finanziaria, può però accentuarsi poiché aumentano sia l'interconnessione tra intermediari e settori di attività finanziarie e non, sia i rischi operativi, legali, cyber e di frode legati alla presenza di più soggetti non vigilati, al ricorso a strumenti e paradigmi tecnologici non puntualmente disciplinati, all'assenza di standard di settore di riferimento
- Inoltre, nella finanza digitale i rischi operativi assumono caratteristiche peculiari. L'impiego di modelli di AI nella gestione di portafoglio dipende spesso dall'attività soggetti terzi altamente qualificati e specializzati che costruiscono, sviluppano e operano i sistemi relativi. I consueti rischi legati al governo e al controllo delle funzioni esternalizzate assumono caratteri peculiari a fronte della natura di "black box" di questi modelli, che producono risultati di difficile interpretazione per gli stessi gestori. In generale diventa cruciale il governo dei dati e delle tecnologie da parte degli intermediari vigilati
- Particolare rilievo assumono i rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo connessi all'operatività in cripto-attività, incluso il rischio di elusione di sanzioni internazionali – caratterizzati da specificità proprie nella dimensione digitale
- La risposta delle autorità passa innanzitutto dall'adeguamento delle regole. Nel passato vi è stato, da parte delle autorità, un periodo di "osservazione" e studio dei fenomeni, accompagnato dal lancio di ripetuti (e mai così attuali dopo l'ennesima crisi di FTX) warning sui rischi connessi a certi fenomeni innovativi nei confronti del mercato e degli investitori. E' prevalsa la cautela per non imporre norme non bene ponderate che potessero essere di ostacolo all'innovazione o soggette a rapida obsolescenza. Il progredire della comprensione dei fenomeni e l'osservazione delle prime esperienze hanno poi fatto maturare, almeno a livello europeo, la convinzione che la definizione di un quadro di regole è necessaria proprio per consentire il pieno dispiegarsi dell'innovazione in un contesto di adeguato presidio dei rischi.
- Non è tuttavia un compito facile. Le potenzialità della digitalizzazione consentono lo sviluppo di modelli di offerta, prodotti e servizi che non possono essere facilmente ricompresi nelle regole esistenti. Ad esempio, le *distributed ledger technologies* offrono agli utilizzatori la possibilità di interagire tra loro senza il coinvolgimento di intermediari; ne può derivare una evidente difficoltà ad applicare l'approccio regolamentare che si basa su attività e soggetti tipizzati
- Nella finanza decentralizzata i fornitori dell'infrastruttura tecnologica e i programmatori del software assumono un rilievo centrale poiché, potendo agire sulle basi di funzionamento di tali

soluzioni, sono anche in grado di definire le regole che disciplinano l'operatività di tutti i soggetti coinvolti. La criticità sta nel fatto che generalmente tali fornitori di tecnologia non sono più, come in passato, necessariamente compresi nel perimetro di applicazione delle norme affidate alla competenza delle Autorità di settore

- In relazione a ciò, nella consapevolezza dei limiti di ciò che si può ragionevolmente regolare alla luce della natura e del ritmo incessante dell'innovazione, si propone l'opportunità di sviluppare, accanto alla pur necessaria regolamentazione "hard", la promozione di standard tecnologici e di mercato che nascano da un confronto tra le autorità pubbliche e gli operatori dell'ecosistema della finanza digitale
- Tali standard potrebbero costituire punti di riferimento "di qualità" per lo sviluppo dell'operatività (ad esempio, nel contesto della finanza decentralizzata potrebbero riguardare l'implementazione degli *smart contracts* e degli altri aspetti costitutivi di tali tecnologie) affinché l'innovazione tecnologica possa evolversi in modo coerente e compatibile con i diritti e le tutele che meritano di essere garantite
- Venendo ai profili più strettamente regolamentari maggiormente connessi alle tematiche che ci interessano oggi, rilevano tre pacchetti legislativi inclusi nell'ambito della strategia sulla finanza digitale definita dalla Commissione e finalizzati o in corso di finalizzazione in queste settimane: il Markets in Crypto Assets Regulation (MiCAR), il Digital Operational Resilience Act (DORA) e il DLT Pilot Regime
- La pubblicazione del nuovo regolamento MiCAR, prevista entro la primavera del 2023, segnerà un passaggio fondamentale, in quanto porterà all'adozione nell'Unione europea di una cornice normativa armonizzata per i mercati delle cripto-attività. Verranno introdotte regole per emittenti, offerenti e prestatori di servizi in cripto-attività, tra cui gli exchange, le piattaforme di trading e i fornitori di wallet. Una disciplina di dettaglio è poi prevista per le *stablecoins*, distinguendo tra quelle ancorate a un'unica valuta ufficiale (gli *e-money token* – EMT) e quelle ancorate ad altri *asset* (gli *asset-referenced token* – ART): si tratta di requisiti organizzativi e prudenziali, oltretutto graduati in senso più restrittivo se la *stablecoin* è "significativa" per dimensioni o interconnessione con il sistema finanziario. La supervisione su ART ed EMT sarà affidata alle autorità nazionali, con il trasferimento di competenze all'EBA se la *stablecoin* diventa significativa
- MiCAR introduce inoltre un regime di autorizzazione e supervisione sui prestatori di servizi in cripto-attività, affidato alle autorità nazionali. In una prospettiva di *level playing field*, è accordata anche agli intermediari finanziari tradizionali la possibilità di prestare servizi in cripto-attività in qualche modo "analoghi" a quelli prestati in modo tradizionale, previa notifica alle autorità competenti
- Nonostante costituisca un fondamentale passo in avanti per l'ordinamento europeo, MiCAR presenta, inevitabilmente, dei limiti, anche a fronte della complessità del fenomeno che disciplina. Come visto sopra, l'approccio regolamentare di MiCAR non esaurisce il novero dei soggetti coinvolti né riesce a intercettare i modelli caratterizzati da una decentralizzazione pura: non saranno disciplinati da MiCAR i programmatori di *smart contract* e i titolari di *token* di

*governance* delle cosiddette *Decentralised Autonomous Organization* (DAO). Resteranno fuori dall'ambito applicativo anche i cosiddetti *unhosted wallet*.

- DORA ha come obiettivo il rafforzamento della resilienza operativa digitale dell'intero settore finanziario, anche attraverso l'introduzione di un regime di sorveglianza sui fornitori critici di servizi ICT, tra i quali potrebbero rientrare coloro che prestano servizi funzionali alla gestione delle cripto-attività
- MiCAR non ricomprende nel proprio ambito di applicazione le cripto-attività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari di cui alla direttiva MiFID (cd. strumenti finanziari tokenizzati); verso queste ultime è diretto il regolamento relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito (cd. *DLT pilot regime*) il quale, diversamente da MiCAR, si riferisce a strumenti finanziari tokenizzati. Pubblicato nella G.U. UE a giugno scorso deve trovare attuazione entro marzo 2023
- Il nuovo quadro normativo è destinato ad entrare in vigore nei primi mesi dell'anno prossimo e necessita della definizione di normativa attuativa a livello sia comunitario sia nazionale. Unitamente a ciò, la necessità di costruire un assetto di vigilanza ex novo per una serie di soggetti richiederà tempo perché il framework sia completo e funzioni a regime. La Banca d'Italia è impegnata, per quanto di competenza, per far sì che il lavoro nelle sedi internazionali e nazionali progredisca con la richiesta tempestività
- La realizzazione delle iniziative e dei progetti oggetto di discussione oggi potrà senz'altro beneficiare fortemente dell'evoluzione normativa in corso. Lo sviluppo di alcune innovazioni, penso a AI/ML/Big Data, sembra dipendere relativamente meno dalla definizione delle citate nuove regole, mentre per altre (cfr. ad esempio, operatività in cripto assets e tokenizzazione delle quote dei fondi) il loro perseguimento al di fuori della sperimentazione in ambito Sandbox richiede il rapido adeguamento dell'ordinamento italiano per utilizzare appieno il nuovo quadro normativo comunitario.
- I lavori per l'adeguamento del quadro normativo nazionale devono includere la definizione di una serie di soluzioni organizzative e tecniche per assicurare che i presidi pensati per la finanza "tradizionale" funzionino anche nel nuovo ambiente digitale. Penso, ad esempio, a come possano funzionare i processi amministrativi e organizzativi di gestione dei cripto assets detenuti dai fondi o delle loro quote tokenizzate, così come debba esplicitarsi il ruolo di custodia e/o controllo da parte delle banche depositarie
- Il tema della banca depositaria è particolarmente delicato, dal momento che essa rappresenta un pilastro caratterizzante del sistema di tutele pensato dal legislatore per proteggere gli investitori nei fondi comuni. E' essenziale che anche nell'ambiente della finanza digitale e decentralizzata esse mantengano l'efficacia del loro ruolo.
- Per realizzare questo vasto programma di adeguamento della normativa e delle prassi aziendali ora descritto è prezioso il confronto tra le autorità e gli operatori di mercato, anche per definire adeguati standard qualitativi nell'ottica di collaborazione sopra descritta. E' opportuno

delineare un concreto percorso attuativo, definito anche nella tempistica, per assicurare il raggiungimento degli obiettivi

- Proprio per quanto detto sui limiti e sui tempi di attuazione della nuova regolamentazione, l'azione della vigilanza vuole essere proattiva per prevenire i rischi, valorizzando principi e criteri ben iscritti nell'assetto regolamentare già in vigore. In tale ottica, la recente Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività persegue un duplice obiettivo: richiamare l'attenzione dei soggetti vigilati e non vigilati e non su opportunità e rischi connessi all'uso di tali tecnologie in finanza e alle attività e servizi relativi alle cripto-attività; stimolare gli intermediari ad identificare azioni di mitigazione dei rischi associati all'uso di tali tecnologie e/o alle cripto-attività
- È importante che l'operatività connessa con le cripto-attività e, più in generale con la finanza digitale, sia attentamente preventivamente valutata e, se realizzata, presidiata dagli intermediari con i medesimi principi e le stesse modalità dell'attività tradizionale: una governance efficace, la coerenza con gli indirizzi strategici, gli obiettivi e le politiche di governo dei rischi, la correttezza del rapporto con la clientela, l'attenzione ai rischi operativi
- Un punto chiave riguarda il governo dei rapporti con soggetti terzi, siano essi propriamente riconducibili o meno alla nozione dell'esternalizzazione di funzioni essenziali. In caso di esternalizzazione o affidamento a terze parti di funzioni operative relative all'operatività in cripto-attività o all'impiego di tecnologie decentralizzate, dato il carattere innovativo delle stesse assumono importanza centrale: (i) la valutazione delle condizioni previste dalla normativa per la qualificazione come funzioni "essenziali" o "importanti" delle stesse; (ii) la capacità degli intermediari di selezionare e monitorare nel continuo il fornitore dei servizi, in modo da assicurare che quest'ultimo disponga non solo delle competenze tecniche/tecnologiche idonee al corretto svolgimento del servizio affidato ma anche della capacità di assicurare nel continuo il rispetto delle regole di vigilanza (in termini, ad esempio, di livello di servizio concordato; adeguatezza dei flussi informativi; sicurezza delle informazioni relative all'attività dell'intermediario; sicurezza dei propri sistemi
- I criteri e i principi sopra indicati informeranno le valutazioni della Vigilanza nel processare le istanze di estensione operativa che sono connesse con l'avvio di nuove attività o con il lancio di fondi con caratteristiche innovative rispetto a quelli già gestiti
- Con riguardo al risparmio gestito, nella Comunicazione si sottolinea l'esigenza di assicurare la coerenza e l'allineamento tra la strategia di investimento dei fondi, il relativo profilo di liquidità, la politica di rimborso e la forma degli stessi, nonché tutti i profili attinenti alla tutela dei sottoscrittori.
- In merito alla tutela dei sottoscrittori, la Comunicazione ribadisce che cripto-attività, prive di qualsiasi valore intrinseco, non riferite ad alcuna attività dell'economia reale o finanziaria, non assistite da alcun diritto in capo all'utilizzatore a ricevere indietro alcunché non possono, come tali, essere idonee a svolgere una funzione né di pagamento né di investimento (si tratta di *unbacked crypto-assets*, tra i quali ricadono, tra gli altri, il Bitcoin e le altre "valute" assimilate): per tale ragione, e per i rischi che le caratterizzano, il loro utilizzo non dovrebbe essere in alcun

modo incentivato. il ricorso a tali attività resta sempre altamente rischioso, privo di tutele e per ciò stesso fortemente scoraggiato. L'elenco dei casi crisi, più meno connessi con frodi e comportamenti scorretti degli operatori, è ormai piuttosto lungo e in continuo aggiornamento

- In relazione a ciò, non appare in alcun modo appropriato e giustificato prevedere l'investimento in tali attività da parte di prodotti destinati al pubblico retail.
- Come detto, la portata dell'innovazione tecnologica nella finanza evidenzia la necessità del dialogo tra vigilanza e operatori. Tale approccio di "accompagnamento" dei fenomeni innovativi è stato abbracciato convintamente dalle autorità e, in specifico dalla Banca d'Italia attraverso molteplici iniziative (Canale Fintech, Milano Hub, Sandbox Regolamentare)
- Presupposto del dialogo è lo sviluppo della conoscenza. Vorrei quindi concludere illustrando il nuovo progetto della Banca d'Italia volto a condurre un approfondimento specifico sui fenomeni di innovazione tecnologica nel risparmio gestito, lanciato nei giorni scorsi e che avrà orizzonte biennale (2022-2024). Esso si pone l'obiettivo di verificare gli impatti della trasformazione digitale sui modelli di business, sugli assetti di governo e controllo, sui presidi organizzativi e sui principali profili di rischio e di considerare le implicazioni per l'attività di supervisione
- L'iniziativa muove dalle risultanze emerse dall'indagine Fintech 2021 (che ha incluso anche un campione di SGR) e mira a cogliere le specificità dell'industria, indagando le innovazioni introdotte dai gestori lungo tutta la catena del valore del risparmio gestito, dalla fase della "produzione" e della costruzione dei prodotti, all'elaborazione delle scelte di gestione nell'ambito del processo di investimento, alle modalità di contabilizzazione ed esecuzione degli ordini, alla registrazione delle transazioni, fino alla distribuzione alla clientela
- L'analisi verrà svolta attraverso la somministrazione di un questionario ad un campione di SGR rappresentativo di almeno l'80% delle masse in gestione avente ad oggetto i seguenti aspetti: i) strategia di trasformazione digitale; ii) innovazioni di processo o di prodotto in corso o allo studio; iii) investimenti programmati; iv) scelte organizzative e di governance; v) presidi sui rischi
- L'analisi terrà conto anche delle prospettive di sviluppo dei progetti nel frattempo presentati dai gestori a Milano Hub o alla Sandbox, dell'evoluzione del quadro regolamentare e potrà prevedere l'organizzazione di incontri con gestori selezionati in base al grado di innovatività della strategia aziendale o dei singoli progetti avviati
- La migliore comprensione degli orientamenti e delle linee di sviluppo dell'innovazione digitale nel risparmio gestito servirà sia nella fase di definizione delle scelte di policy sia per arricchire lo strumentario e innovare le metodologie impiegate nel *Supervisory Review and Examination Process* (SREP) condotto annualmente dalla Vigilanza su tutti gli intermediari