



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Governare il cambiamento: l'evoluzione del mercato e le prospettive della Vigilanza

Intervento di Giuseppe Siani

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

Workshop '*EU regulation 2024: tra resilienza, buona governance e value for money*'

CETIF – Università Cattolica di Milano

17 aprile 2024

1. Introduzione

Negli ultimi anni, il mercato finanziario ha conosciuto una profonda trasformazione a causa in particolare della cosiddetta '*twin-transition*', climatica e digitale, e dei ripetuti shock di natura sistemica, che hanno richiesto agli intermediari finanziari di modificare le proprie strategie di business. Allo stesso tempo, è aumentata la potenziale concorrenza di altri *players* (ad es. le BigTech), in grado di competere su scala mondiale in alcuni segmenti dell'attività finanziaria, con bacini di clientela enormi e capacità di gestione dei dati al momento non paragonabili a quelle degli intermediari tradizionali.

Tali dinamiche si riflettono anche sulla '*catena del valore*' del business bancario e finanziario, che tende a segmentarsi lungo direttrici che privilegiano la maggiore efficienza nella gestione dei processi, anche per rispondere più rapidamente alla accresciuta concorrenza e alle mutate esigenze della clientela. Questa segmentazione produce in genere una maggiore interazione e interconnessione con altri operatori, finanziari e non, che svolgono attività complementari o in parte comuni a quelle proprie degli intermediari tradizionali.

Questa evoluzione rende necessario gestire rischi che possono manifestarsi anche in modo diverso rispetto al passato e richiedono pertanto robusti presidi di *governance* e di controllo interno. Allo stesso tempo, anche le autorità di vigilanza stanno rivedendo regole, processi e metodologie, per seguire l'effettivo profilo di rischio degli operatori vigilati, valutarne la sostenibilità del business e individuare potenziali effetti di contagio.

Nel mio intervento, dopo avere brevemente ricordato l'evoluzione in atto nel sistema finanziario, descriverò alcuni esempi emersi dalla nostra esperienza concreta di supervisione. Richiamerò inoltre le implicazioni operative di tali tendenze per la *governance* dei soggetti vigilati e per la Vigilanza.

2. L'evoluzione del mercato non bancario

Nonostante il calo registrato nel 2022, negli ultimi anni è proseguita a livello globale la crescita delle attività detenute dalle entità finanziarie non bancarie (*Non Banking Financial Institutions* - NBFIs) – che comprendono fondi d'investimento, compagnie assicurative, fondi pensione e altri intermediari finanziari (circa il 50 per cento delle attività finanziarie mondiali, rispetto al 42 per cento del 2008)¹. La crescita è stata favorita da molteplici fattori, quali ad esempio l'evoluzione demografica di lungo periodo; le politiche monetarie espansive, che hanno limitato la remunerazione delle attività finanziarie più sicure e incentivato la ricerca da parte degli investitori di prodotti finanziari a più elevato rendimento potenziale (*c.d. search for yield*); i processi di *de-leveraging* successivi alla crisi del 2008.

In particolare, alla fine del 2022 il valore delle attività delle NBFIs era pari a circa 220 trilioni di dollari; escludendo i fondi pensione e le compagnie assicurative, le *cd.dd. 'other financial institutions'* (OFIs), detenevano attività totali pari a circa 139 trilioni di dollari (circa il 170 per cento del PIL dei Paesi inclusi nella rilevazione), di cui 39 negli USA (corrispondenti al 154 per cento del PIL), 39 nell'area euro (280 per cento), 10 nel Regno Unito (318 per cento). Nell'area dell'euro, alle OFIs è riconducibile circa il 38 per cento delle attività finanziarie totali, percentuale equivalente a quelle riferite al sistema bancario (39 per cento).

In Italia, sebbene sia operativo un numero rilevante di intermediari, la dimensione complessiva è più contenuta rispetto alle altre economie avanzate, sia in valore assoluto (1,3 trilioni di dollari al netto dei fondi 'esterovestiti') sia in rapporto al PIL (63 per cento), rimanendo in termini di incidenza ben al di sotto dei valori espressi in altre giurisdizioni (16 per cento delle attività finanziarie complessive, rispetto al 44 per cento riferito alle banche).

Diverse iniziative di regolamentazione sono state attuate a seguito della crisi finanziaria del 2008 e sono state ulteriormente rafforzate nel periodo post pandemico. Negli ultimi anni gli *standard-setting bodies* hanno inoltre compiuto progressi, nell'analisi e nelle politiche sull'uso eccessivo della leva finanziaria nei fondi di investimento, sul *mismatch* di liquidità nei fondi aperti, sull'impatto delle richieste di margini sulla liquidità del sistema.

Vi è dunque una varietà di operatori, di forme giuridiche, dei modelli di attività ed esposizione ai rischi, con regimi normativi e di vigilanza molto diversi. In tutti i casi, comunque, il comparto non bancario presenta un'elevata interconnessione con il settore bancario derivante da un'ampia gamma di attività che comprende, ad esempio, concessioni di finanziamenti, collegamenti a vario titolo negli assetti proprietari, accordi di collaborazione/partnership strategiche e/o operative, contratti di servizio e collocamento di prodotti. Tale interconnessione agevola il possibile trasferimento del rischio da una parte all'altra del sistema, la relativa potenziale trasformazione e propagazione, con effetti di *spill-over* che vanno adeguatamente monitorati.

¹ Cfr. FSB – *Global monitoring report on non-bank financial intermediation* – 2023; la rilevazione riguarda 29 giurisdizioni che complessivamente rappresentano circa l'85 per cento del PIL mondiale a fine 2022.

Seguire l'evoluzione delle interazioni tra le diverse componenti del sistema finanziario permette alla Vigilanza di coglierne l'incidenza sulla distribuzione dei rischi nel sistema. Si prenda ad esempio l'attività più tradizionale, quella creditizia; il sistema bancario ha realizzato rilevanti progressi nella riduzione dei crediti deteriorati accumulatisi nel corso della congiuntura negativa che ha interessato l'Italia a partire dalla crisi finanziaria del 2008. La componente non bancaria ha contribuito in modo rilevante al raggiungimento degli obiettivi, ad esempio con il ruolo crescente svolto dai *servicers* nello sviluppo di un mercato efficiente delle cartolarizzazioni.

Più di recente, nelle politiche di gestione del rischio creditizio stanno assumendo crescente rilievo anche i 'fondi di credito', ancorché di dimensioni complessive ancora contenute (circa 9 miliardi di euro di attivi gestiti a fine 2023). In Italia, il comparto è principalmente orientato all'acquisto di crediti anomali, che vengono ceduti o conferiti ai fondi (cc.dd. *ad apporto*) dalle banche, in particolare a (i) quelli che cercano di ottimizzare, piuttosto che gestire direttamente, la riscossione delle esposizioni deteriorate secondo strategie ordinarie di recupero (cc.dd. fondi di *collection*) e a (ii) quelli in cui il rimborso dipende dal piano di risanamento, che può includere anche l'erogazione di nuova finanza da parte del fondo stesso.

Un secondo modello operativo prevede la partecipazione del fondo al finanziamento in *pool*, con erogazione di una quota di prestito fin dalla fase iniziale ovvero in fase successiva, con subentro alle banche consorziate (cc.dd. fondi di *co-lending*); si tratta, generalmente, di operazioni a più elevata rischiosità, che per profilo di rischio-rendimento sembrano di maggiore interesse per gli investitori privati.

Questi modelli di gestione attiva degli investimenti creditizi favoriscono la crescente interconnessione tra i diversi attori coinvolti nella 'catena del valore', tenuto conto che svolgono ruoli operativi le banche, i gestori, gli istituti di pagamento, e altri operatori, anche non vigilati. L'esperienza operativa di vigilanza evidenzia in particolare come la cessione del portafoglio al fondo ovvero il relativo subentro nella concessione del credito non comporti necessariamente l'eliminazione del relativo rischio per la banca stessa, che potrebbe mantenere una qualche forma di esposizione all'operatività del fondo.

Ad esempio, per le banche che hanno acquistato quote del fondo o che forniscono a vario titolo il relativo supporto operativo e/o finanziario, l'apporto di crediti in fondi di *collection* trasforma l'esposizione diretta in un profilo di rischio connesso con la redditività e la recuperabilità dell'investimento nel fondo, che assume caratteristiche diverse a seconda della tipologia di operazioni². La performance dei fondi dipende anche dalla ridotta dimensione organizzativa del gestore, che spesso implica il ricorso all'*outsourcing* di funzioni *core* (*scouting*, strutturazione, monitoraggio, gestione) e di quelle di conformità, anche a operatori non finanziari; si tratta di scelte di *business* del tutto legittime grazie

² L'acquisizione di quote di fondi che investono in portafogli composti da posizioni che provengono da più *originator* e hanno caratteristiche differenziate agevola la diversificazione del rischio (ed è alla base del riconoscimento della *derecognition*); forme più elevate di concentrazione delle posizioni provenienti dal medesimo intermediario rappresentano di fatto un mantenimento del rischio nelle sue configurazioni originarie.

al principio della proporzionalità, ma che potrebbero favorire la frammentazione non controllata dei processi produttivi senza il necessario presidio dei relativi rischi.

Inoltre, soprattutto nei fondi di *co-lending*, la relazione con il partner bancario (collaborazione commerciale; mantenimento dei rapporti con la clientela; valutazione e individuazione delle caratteristiche delle operazioni di investimento) mantiene di fatto vincoli di dipendenza operativa che attenuano l'autonomia gestionale dei fondi, con un ruolo di rilievo delle banche nella gestione di posizioni creditizie pure nominalmente attribuite ad altri soggetti.

L'interconnessione fra banche e altri operatori, finanziari e non, è da sempre un tema all'attenzione della Banca d'Italia, per i legami operativi funzionali allo sviluppo dell'attività, alla diversificazione dei ricavi, alla efficienza operativa. Grazie al vigente Testo Unico bancario, che si basa su principi di carattere generale adeguatamente flessibili e sull'attribuzione all'autorità di vigilanza di competenze ampie che comprendono tutte le tipologie di operatori rilevanti, è stato possibile adattare la nostra azione al mutevole contesto di mercato e adottare tempestivamente le iniziative necessarie alla salvaguardia della stabilità complessiva e della tutela della clientela.

Tali caratteristiche sono state poi replicate per il sistema finanziario non bancario per il quale abbiamo sviluppato nel corso degli anni un modello regolamentare ispirato ai principi dell'equivalenza e prassi di supervisione uniformi rispetto al comparto bancario, mantenendo il carattere di flessibilità dell'approccio di vigilanza. La tenuta di questo quadro di regole andrà valutata anche alla luce della crescente rilevanza dei temi di resilienza operativa.

3. Nuovi paradigmi operativi

La trasformazione dei rischi dipende chiaramente anche dall'innovazione tecnologica, che sta ridefinendo i paradigmi operativi tradizionali, contribuendo a ridisegnare modelli di attività, a modificare strategie e a riconfigurare processi e prodotti. Emergono nuovi servizi che, in alcuni casi, sono prestati anche da soggetti del tutto nuovi.

L'area dei pagamenti è probabilmente il comparto più sensibile all'innovazione e quello maggiormente in grado di promuoverne la diffusione all'intero sistema finanziario; la dimensione digitale dei nuovi mercati ha infatti aumentato la capacità dei pagamenti di fungere da abilitatore per l'accesso ad altri servizi, grazie anche alla loro integrabilità su piattaforme finanziarie, commerciali e ibride. È questa un'area sempre più competitiva, per la quale sono necessari continui investimenti tecnologici per assicurare innovazione e sicurezza, che richiedono una progressiva concentrazione tra gli operatori specializzati.

Il grado di innovazione risulta evidente se consideriamo le tecnologie basate sui registri distribuiti (*distributed ledger technologies* o DLT), in particolare quelle connesse con l'utilizzo di cripto-attività, rispetto alle quali, a pochi mesi dalla prima applicazione della nuova disciplina europea sulle cripto-attività (MiCAR), i maggiori operatori del settore ancora non sono inclusi nel tradizionale perimetro di vigilanza.

L'introduzione di uno strutturato sistema di norme prudenziali e di tutela degli utenti armonizzate a livello europeo e coerenti con quelle già applicabili ad altri servizi finanziari, rappresenta un significativo passo avanti per regolare l'esercizio di nuove attività da parte di nuovi operatori specializzati, come ad esempio gli emittenti *asset-referenced-tokens* (ART) specializzati e i *crypto-asset service provider* (CASP), e da parte di intermediari già vigilati. Anche se la normativa non disciplinerà tutte le componenti del mercato delle cripto-attività (ad esempio, la DeFi o la *governance* delle DLT cd *permissionless*), aumenterà in ogni caso il perimetro dei soggetti da vigilare e dei fattori di rischio da presidiare.

La Banca d'Italia monitora da tempo con grande attenzione gli sviluppi nel comparto, nell'ambito dell'ordinaria attività di supervisione, facendo ricorso anche a indagini mirate ovvero seguendo le iniziative di mercato nell'ambito dei canali di contatto attivati sul fronte dell'innovazione (Canale Fintech, Milano Hub, Sandbox regolamentare). L'esperienza operativa maturata dal confronto con i primi intermediari attivi nel comparto ha fatto emergere alcune criticità.

Pertanto, avvalendoci dei poteri e delle prerogative previsti dal quadro normativo attuale, abbiamo richiamato l'attenzione degli intermediari sull'esigenza di coinvolgere adeguatamente gli organi aziendali e le funzioni di controllo sin dalla fase di pianificazione delle nuove iniziative, sull'esigenza di disporre di adeguate competenze, anche da parte dei membri del *board*, sulla necessità di adottare procedure atte a identificare, misurare e mitigare adeguatamente i rischi, anche con specifico riferimento a quelli derivanti dai rapporti con terze parti. In alcuni casi, l'interlocuzione informale con i soggetti vigilati ha portato ad abbandonare le iniziative ipotizzate, alla luce di rischi – reputazionali, di *compliance* o di natura operativa – non facilmente presidiabili.

In prospettiva, andrà prestata particolare attenzione alla diffusione di cripto-attività prive di un sottostante e di conseguenza prive di qualsivoglia valore intrinseco (cc.dd. *unbacked*), caratterizzate da elevata volatilità e inidonee a essere utilizzate come mezzo di pagamento, poiché rischiose per gli intermediari, per gli operatori, per i detentori. La circostanza che esse non siano regolate da MiCAR al pari degli ART e degli *electronic-money-tokens* (EMT) non costituisce un implicito avallo alla possibilità di commercializzarle per l'offerta indiscriminata di servizi: in ambito finanziario, la loro intrinseca rischiosità e l'assenza di tangibili benefici per il sistema economico richiede invece che tutti gli attori del sistema, non solo la Vigilanza, esercitino una responsabilità collettiva per attuare le iniziative necessarie per ridurre al massimo i potenziali pregiudizi per i consumatori e il sistema nel suo complesso.

Allo stesso tempo, sarà opportuno non incentivare l'utilizzo di *asset-referenced-tokens* per l'effettuazione di pagamenti, tenuto conto che, nonostante possano essere in linea con le norme, il valore di queste cripto-attività è soggetto a elevata variabilità dipendente dall'andamento del sottostante, in maniera del tutto diversa rispetto a *token* di moneta elettronica riferibili a una singola valuta *fiat*. È proprio la convertibilità 1:1 con moneta *fiat* a rappresentare l'elemento di certezza irrinunciabile per proteggere la caratteristica intrinseca di qualunque strumento di pagamento, la fiducia nel suo utilizzo.

L'operatività in cripto-attività presuppone chiaramente l'esigenza di gestire accanto ai tradizionali rischi – come quelli di liquidità e di riciclaggio – profili specifici del comparto, quali ad esempio il rischio operativo connesso con la custodia delle chiavi private e con il funzionamento della stessa infrastruttura DLT su cui questi *token* verranno emessi, trasferiti e custoditi, specie se di tipo *permissionless*. La custodia delle cripto-attività merita un'attenzione particolare tenuto conto che in prospettiva sempre più *assets* potranno essere custoditi in forma digitale e rappresenta di fatto una sorta di collegamento tra finanza tradizionale e innovativa.

Dal punto di vista prudenziale, il servizio di custodia svolge una funzione trasversale rispetto a tutte le altre attività operative per assicurare la sicurezza e l'integrità delle transazioni e del sistema nel suo complesso. È importante quindi che gli intermediari siano consapevoli dei punti di debolezza delle soluzioni tecnologiche impiegate e assumano decisioni consapevoli su come generare e conservare le chiavi in base ad accurate analisi dei rischi e della loro propensione al rischio. La Banca d'Italia sta approfondendo anche in ambito internazionale i rischi specifici connessi con la custodia di cripto-attività e continuerà a monitorare gli sviluppi del mercato, valutando l'eventuale necessità di interventi specifici.

4. Il ruolo della governance

La crescente complessità del sistema finanziario conferma la necessità di preservare la qualità della governance aziendale, a tutela della sostenibilità di lungo periodo del modello operativo e della prudente gestione dei rischi. Una governance efficace non rappresenta solo un necessario presidio dei rischi, ma costituisce anche un fattore competitivo che consente di sfruttare le opportunità di mercato che la digitalizzazione può offrire, adattando le proprie strategie al nuovo contesto e sfruttando la leva tecnologica per superare i vincoli alla sostenibilità del business tradizionalmente posti da una scala dimensionale ridotta.

Per tali ragioni, l'attenzione delle autorità di vigilanza, nazionali e internazionali, è massima. In particolare, ha formato oggetto di specifico approfondimento la funzionalità complessiva dei *board*, con specifico riferimento alla sua composizione e al grado di *diversity*, in termini di competenze, età, genere e provenienza geografica. Le caratteristiche degli esponenti devono essere adeguate rispetto al ruolo da ricoprire e all'operatività e alle dimensioni dell'intermediario; devono inoltre garantire un'efficace dialettica all'interno degli organi aziendali, considerando diversi profili personali e professionali per favorire la pluralità dei contributi all'analisi dei problemi e l'assunzione delle relative decisioni.

La selezione degli amministratori deve inoltre essere coerente con i requisiti e criteri di idoneità degli esponenti (*fit and proper*). Monitoriamo le valutazioni effettuate dagli intermediari, assicurando l'applicazione delle nuove disposizioni e il rispetto dei principi di parità competitiva anche tramite il continuo dialogo con gli enti vigilati e la formulazione di specifiche raccomandazioni. Apprezzabile risulta il contributo di una parte del sistema, che ha prontamente avviato lo sviluppo di apposite *policy* interne relative alla fase di valutazione degli esponenti e alle procedure di selezione dei futuri

candidati. La formalizzazione di tali atti interni costituisce un passaggio essenziale per assicurare un miglioramento strutturale degli assetti di *governance*, ed è auspicabile che tale prassi si estenda al sistema.

A fronte di una maggiore complessità operativa, la capacità di analizzare efficacemente i dati anche non strutturati e provenienti da varie fonti, di aggregarli e di assicurarne l'integrità assume crescente importanza, rappresentando un fattore abilitante per sfruttare pienamente la trasformazione digitale. Informazioni accurate e chiare consentono prima di tutto agli organi aziendali di adottare decisioni informate nell'ambito della gestione dei vari rischi, anche di natura AML.

In tale contesto, l'intelligenza artificiale arricchisce in modo straordinario le opportunità degli intermediari, potendo contribuire attivamente a migliorare le loro capacità di analisi e sfruttamento dei dati. Tuttavia, a fronte di questi benefici, è richiesto il continuo coinvolgimento delle funzioni di controllo. E' necessario evitare eventuali situazioni di acritica approvazione dell'esito delle nuove tecniche elaborative, preservando l'oggettività del processo decisionale e la chiara attribuzione dei ruoli e delle relative responsabilità.

Siamo consapevoli che la dimensione digitale delle nuove infrastrutture trasferisce una parte significativa della *governance* da una prospettiva esclusivamente atomistica, relativa al singolo intermediario, a una collettiva, connessa con elaborazioni algoritmiche che regolano i nuovi ecosistemi, come nel caso di quelli basati su registri distribuiti. Valutare la "qualità" dei paradigmi tecnologici e algoritmici che governano tali sistemi diventa in particolare una necessità non solo per gli intermediari - al fine di misurare il relativo rischio di contesto, ulteriore rispetto a quello relativo alle sole relazioni con i fornitori diretti - ma anche per la Vigilanza, che non può affidarsi soltanto alla osservazione dei singoli operatori vigilati. Per questi motivi abbiamo avviato anche con il mondo accademico una ricerca per individuare "buoni principi" a cui far riferimento per analizzare la robustezza dei c.d. "*smart contracts*" utilizzati in ambito bancario, finanziario e assicurativo. Pubblicheremo a breve i risultati della prima parte del lavoro.

Una gestione consapevole della leva tecnologica deve estendersi al presidio del rischio ICT. La rilevanza strategica di questo profilo di rischio è confermata dagli orientamenti dell'Autorità Bancaria Europea, recepiti nel nostro ordinamento, che ne richiamano il profilo di trasversalità e richiedono un adeguato sistema di controlli interni, ivi inclusa la possibile attivazione di una funzione di controllo di secondo livello dedicata ai rischi informatici. È importante che gli intermediari assicurino l'adozione di strategie diversificate per garantire le competenze tecniche alla funzione di controllo (assunzione di nuove risorse, valorizzazione di competenze interne, esternalizzazione o consulenze specialistiche) in base alla dimensione, complessità organizzativa, modello di business e esposizione al rischio ICT e di sicurezza, valutando le relative risorse disponibili.

Al contempo, DORA ribadisce l'importanza di adottare un sistema dei controlli in materia di rischi informatici secondo il modello delle tre linee di difesa e assicurare pertanto l'adeguato governo dei dati e la gestione consapevole dei servizi forniti dalle terze parti. Seppure in linea di continuità con il passato, il Regolamento introduce nuovi

obblighi e rilevanti cambiamenti al *framework* per la gestione della sicurezza informatica; impone l'adeguamento dei contratti alle previsioni regolamentari; richiede modifiche e interventi sui sistemi per la gestione e la segnalazione degli incidenti; introduce per alcuni soggetti l'obbligo di svolgere test avanzati di cybersicurezza.

La Banca d'Italia è consapevole dell'imponente sforzo di adeguamento richiesto agli intermediari per l'implementazione della normativa sulla resilienza operativa. Siamo comunque anche consapevoli della necessità di non disperdere il patrimonio di buone prassi di mercato, sviluppate grazie anche alla vigente disciplina e all'azione di vigilanza in materia di continuità operativa, in alcuni casi con ulteriori chiarimenti operativi rispetto a DORA.

Analogamente agli operatori di mercato, anche le autorità di controllo devono interrogarsi sugli effetti che tali cambiamenti possono comportare sul sistema di regole e controlli, metodologie, e tipologie di intervento. Si conferma e si rafforza infatti l'idea che l'attività di supervisione debba seguire un processo circolare, nell'ambito del quale i vari elementi (regole, metodologie, identificazione e monitoraggio dei rischi, attività di analisi e controllo) si integrano e si rinforzano a vicenda.

Non può infatti esistere una efficace supervisione senza un sistema di regole ben congegnato; analogamente, buone norme non sono sufficienti se la vigilanza non è attuata in modo adeguato. Inoltre, l'analisi 'orizzontale', ovvero la sintesi delle risultanze degli approfondimenti svolti, integrati dal confronto con altre funzioni interne, rafforza la sua efficacia a beneficio delle attività di vigilanza idiosincratiche ('verticali'), ovvero di quelle svolte nei confronti dei singoli intermediari.

Allo stesso tempo, l'innovazione tecnologica rappresenta un fattore di cambiamento anche per la supervisione; lo sviluppo di strumenti Suptech facilita l'analisi dell'ampia mole di informazioni disponibili, che vanno ben al di là del reporting tradizionale. Stiamo approfondendo in particolare anche con la BCE l'utilizzo di strumenti basati su tecniche di *machine learning* volti a raffinare l'esame dei rilievi ispettivi, ricostruire le catene di controllo di gruppi e aziende, estrarre massivamente le informazioni relative ai requisiti di professionalità e onorabilità degli esponenti, analizzare i contenuti delle verbalizzazioni degli organi sociali.

* * *

Lo sviluppo delle diverse componenti del sistema finanziario va valutato positivamente tenuto conto che aumenta i possibili canali di finanziamento per l'economia. Tuttavia, la crescente complessità del mercato e dei modelli operativi degli intermediari richiede agli operatori la valutazione della sostenibilità del modello operativo nel lungo periodo e l'adozione di adeguati assetti di governo e controllo, che consentano di cogliere le nuove opportunità senza trascurare l'identificazione, la valutazione e la gestione consapevole di tutti i rischi. Restiamo quindi convinti che una *governance* robusta rappresenti un presidio fondamentale nei confronti del continuo cambiamento in atto nel mercato e dei diversi profili di rischio cui sono esposti gli intermediari.

In tale contesto, la Vigilanza monitora l'evoluzione in corso per valutare l'effettivo profilo di rischio degli operatori vigilati, prescindendo dalla forma legale delle operazioni di mercato e dalla natura giuridica dei soggetti coinvolti, nel rispetto del quadro normativo esistente e del principio di proporzionalità. Occorre inoltre valutare con attenzione i possibili effetti di contagio per il sistema che possono originare anche presso intermediari di piccole dimensioni e/o in settori operativi apparentemente 'lontani' dal portafoglio di responsabilità tradizionale delle autorità di supervisione.

La Vigilanza deve quindi continuare a valutare la sostenibilità del modello di attività dei soggetti vigilati e il relativo rischio assunto, nelle sue diverse configurazioni e con riferimento non solo alla dimensione operativa, ma, anche, al livello di interconnessione con altri operatori di mercato.

