
Incontro 2021 con il mercato finanziario

Discorso del Presidente
Prof. Paolo Savona

Roma, 14 giugno 2021



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Relazione per l'anno 2020

Roma, 31 marzo 2021



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Una breve sintesi dell'attività svolta nel 2020

- 110 riunioni di Commissione
 - 1.297 pratiche esaminate
- 459 delibere, tra le quali vanno segnalate 26 decisioni per affrontare la situazione di difficoltà venutasi a creare sul mercato a seguito della pandemia sanitaria
 - 237 siti *web* oscurati perché raccoglievano risparmio in modo illegittimo
 - 56 procedimenti sanzionatori decisi tra quelli esaminati per violazione della normativa finanziaria
 - 1.772 ricorsi esaminati dall'Arbitro per le Controversie Finanziarie

Lavori svolti per l'appartenenza alle istituzioni europee

- In sede ESMA, per creare una base comune di trattamento normativo anche in vista della creazione di un'Unione europea dei mercati dei capitali
- In altra sede europea, per la messa a punto dei regolamenti ESG (la *governance* per la tutela ambientale e sociale) e del trattamento da dare agli sviluppi tecnologici dei mercati internazionali in materia finanziaria
- A livello nazionale, per gestire l'uscita del Regno Unito e dell'Irlanda del Nord dall'Unione Europea

Compiti assolti nei primi mesi del 2021

- Si è concluso il lungo *iter* amministrativo per la parificazione del trattamento del personale Consob a quello della Banca d'Italia prevista dalla legge
- E' stata rilasciata la non-obiezione per il passaggio del Gruppo Borsa Italiana dal Gruppo London Stock Exchange al Gruppo Euronext, con riserva di esaminare le diverse componenti del Piano industriale
- E' stato compiuto un primo passo concreto per porre le basi di un controllo delle emissioni e contrattazioni di strumenti finanziari digitalizzati, sperimentando l'uso di una chiave di accesso a una *blockchain* utilizzata da una primaria società italiana

Un anno difficile: risparmio ed esportazioni hanno retto il peso della crisi

- A causa della pandemia sanitaria, il 2020 è stato sul piano economico e su quello sociale uno degli anni peggiori che l'Italia ha vissuto dalla fine della Seconda Guerra Mondiale
- L'Unione Europea e l'Italia hanno attivato un ampio arco di strumenti suggeriti dall'esperienza di politica economica per controllare gli effetti della situazione emergenziale
- Il Paese si è avviato verso la ripresa economica e mostra volontà di affrontare i problemi irrisolti, tra i quali la regolamentazione da dare alle innovazioni finanziarie e lo scioglimento dell'intreccio tra politica monetaria, comportamenti dei mercati finanziari e andamenti dell'economia reale

Il risparmio resta un pilastro economico e sociale

- Il **risparmio** delle famiglie italiane è cresciuto, ma il suo rendimento è restato piuttosto basso, prossimo a zero, ove si escluda quello investito in azioni di imprese quotate in Borsa
- Considerata la consistenza di moneta e di attività finanziarie in mano alle Famiglie, ogni punto percentuale di remunerazione si può stimare nell'ordine di 30 miliardi di euro, circa il 2% del PIL
- Tenuto conto delle commissioni e oneri di gestione, il risparmio ha contribuito significativamente a sostenere la stabilità dei mercati, senza però aver prodotto la crescita reale attesa dalla sua «eutanasia», suggerita da Keynes, anche se questo effetto è il risultato di motivi contingenti

Le esportazioni restano il motore della crescita

- Le **esportazioni** hanno registrato difficoltà per il concomitante effetto della discesa della domanda mondiale e degli ostacoli alla produzione interna dovuti al *lockdown*
- Le esigenze della domanda interna hanno richiesto un aumento delle importazioni, ma la sostenutezza in volume delle vendite all'estero ha consentito di mantenere un attivo della bilancia estera corrente
- La ripresa del commercio internazionale è stata immediatamente colta dalle nostre imprese esportatrici, a conferma della loro resilienza e dinamicità
- La posizione finanziaria dell'Italia sull'estero è risultata positiva dopo passi durati 30 anni

La crisi produttiva e sociale e il debito pubblico

- Il debito pubblico è cresciuto grandemente, sia pure in forme diverse da quelle che uno stato emergenziale avrebbe richiesto, ma la fiducia nelle capacità di reazione dell'economia italiana è anch'essa cresciuta, come testimonia la significativa riduzione dello *spread* tra i tassi dell'interesse di BTP e BUND
- Questo risultato è anche frutto delle decisioni prese, dalla Banca Centrale Europea, nella forma di acquisto di titoli pubblici e dagli organi dell'Unione di sospendere, anche se temporaneamente, il Patto di stabilità e di avviare il Piano *Next Generation EU*
- L'intervento dello Stato per fini sociali ha raggiunto nell'anno forme e vette insolite, senza però attenuare la pressione sulle risorse pubbliche da parte dei cittadini

Bisogni urgenti delle imprese per consolidare la ripresa produttiva

- Diviene urgente affrontare il problema della leva finanziaria delle imprese, soprattutto esportatrici, incentivando il loro capitale di rischio e stimolare l'intrapresa di nuove iniziative
- Offre un'occasione importante la riforma del fisco sollecitata da tempo e ribadita dal Governo nel quadro del PNRR, il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza

La politica economica

- Le imprese private, soprattutto esportatrici, sono costrette dalla concorrenza a risolvere i propri problemi senza indugi, pena l'esclusione dal mercato; questa loro capacità rappresenta un cardine della crescita indispensabile e un fondamento del buon funzionamento della democrazia
- La democrazia ha il potere di correggere la distribuzione del reddito determinata dall'attività produttiva e commutativa attraverso regolamenti, imposte e tasse. Quando queste forme sono insufficienti e il risparmio non viene utilizzato dai privati, lo Stato si indebita, non sempre a seguito di una fondata riflessione sugli effetti redistributivi intergenerazionali
- Le due istituzioni svolgono un reciproco controllo, indispensabile per un buon funzionamento dei mercati e, di conseguenza, della società nel suo complesso

Gli strumenti virtuali e la distribuzione del reddito

- La creazione in forme articolate di nuovi strumenti virtuali (o digitali), come le *cryptocurrency*, e l'intercambiabilità tra loro e con gli strumenti tradizionali, comportano conseguenze per la tutela del risparmio e la stessa distribuzione del reddito
- Il problema principale da regolare è che, sulla base del metro offerto dalla normativa vigente, non è più possibile distinguere in che cosa oggi consistano la moneta e i prodotti finanziari
- Il mercato usa un metro diverso che richiede di essere integrato nella normativa vigente

Il Genio è uscito dalla lampada informatica

- L'informatica finanziaria è una lampada prodigiosa dalla quale è uscito il Genio
- Molto difficilmente le autorità riusciranno a riportarlo dentro, perché esso agisce nell'infosfera, la sfera immateriale
- Poiché la piramide di *bit*, l'unità di misura dell'informatica, è cresciuta enormemente penetrando nel mercato degli strumenti tradizionali, alle autorità non resta altro che usare i loro poteri per utilizzare i vantaggi delle tecniche digitalizzate, creando esse stesse una *criptocurrency* e regolando gli interessi tra strumenti virtuali e tradizionali
- Per farlo occorre comprendere prima di tutto i limiti e le possibilità nell'uso delle nuove tecnologie

I fondamenti logici e pratici degli strumenti criptati

- Il sistema degli strumenti criptati si regge sulla convinzione e convenzione dominanti tra privati, che ignorano il ruolo centrale che svolge la natura legale della moneta come mezzo di scambio e liberatorio dei debiti nel buon funzionamento del mercato
- La volontà espressa in più sedi dalle autorità di governo di voler cogliere le opportunità delle innovazioni tecnologiche induce a una disattenzione degli effetti della mancanza di norme chiare sulla nascita, gli scambi e gli intrecci tra attività/passività monetarie e finanziarie tradizionali e virtuali verso cui si dirige quotidianamente il risparmio

Sviluppo e implicazioni delle piattaforme tecnologiche

- La diffusione delle *cryptocurrency* ha sollecitato la nascita di «piattaforme tecnologiche» che prestano servizi più rapidi e meno costosi di quelli resi dalle banche e altri intermediari per la gestione dei pagamenti e le negoziazioni degli strumenti tradizionali
- Le funzioni di custodia e scambio inizialmente svolte dalle piattaforme si sono ampliate per accogliere operazioni sempre più articolate e complesse, ivi incluse la concessione di credito garantito da propri o altrui strumenti virtuali o la stipula di contratti derivati usando come *collateral* le *cryptocurrency*, anche per più operazioni dello stesso tipo

La centralità delle tecniche contabili sottostanti

- L'uso di questi strumenti nelle forme più chiuse, come la *blockchain permissionless* dei Bitcoin, preclude una vigilanza esterna privata (come quella svolta dalle società di certificazione e dai collegi sindacali) o pubblica (da parte delle autorità di vigilanza)
- Ne consegue che la trasparenza del mercato peggiora senza presidi adeguati (norme ed enti)
- Tra gli effetti negativi di maggiore rilievo vi è la schermatura che esse offrono alle attività criminali, come l'evasione fiscale, il riciclaggio di denaro sporco e il finanziamento del terrorismo

La protezione del risparmio come valore costituzionale

- Per l'Italia il problema sollevato presenta una notazione particolare rispetto agli altri paesi, per l'esistenza di una norma a livello costituzionale che attribuisce alla Repubblica il compito di incoraggiare e tutelare il risparmio in tutte le sue forme e di disciplinare, coordinare e controllare l'esercizio del credito
- Un compito importante affidato alla Consob è garantire al mercato un'informazione quanto più completa e affidabile, come viatico indispensabile per un buon funzionamento del mercato finanziario, condizione necessaria, ancorché non sufficiente, per incentivare e proteggere il risparmio
- Le tecnologie usate per le attività criptate chiuse, in rapida espansione, precludono l'esercizio di questo compito

La sicurezza come bene pubblico

- Tra i problemi insorti vi sarebbe perciò anche la sicurezza delle tecniche usate, che resta il fianco scoperto di tutti i processi di digitalizzazione; è ragionevole considerarle un «bene pubblico», ossia un'infrastruttura produttiva e sociale posta al servizio degli interessi generali, ma utile per ciascun cittadino, la cui esistenza e il cui funzionamento, anche se lasciato ai privati, deve essere garantito dallo Stato

Rilevanza della legittimazione da parte delle autorità

- La formazione di «risparmio virtuale» si incrocia con quello del risparmio generato in modo tradizionale, ossia accumulato senza spendere una quota del reddito prodotto dal lavoro o dal capitale
- Se da una semplice prospezione delle possibilità dei *computer* si trae una moneta convenzionale, il possessore gode di un potere di acquisto capace di appropriarsi dei risparmi mobiliari e immobiliari regolarmente accumulati, alterando le condizioni di convivenza sociale ed economica
- La legittimazione di queste forme da parte delle autorità senza regolamentazione altera il funzionamento del mercato e della democrazia
- Se i tempi di maturazione di una normativa a livello europeo fossero lunghi, il Paese deve provvedere autonomamente, non foss'altro per essere pronto a integrarsi nelle istituzioni comunitarie, quando esse entreranno in vigore

Un primo passo da compiere

- Si deve prendere atto che ci troviamo di fronte a mutamenti rivoluzionari dei mercati monetari e finanziari che vanno affrontati con urgenza, perché non bastano più gli «avvertimenti» rivolti agli investitori sui rischi che corrono operando in *cryptocurrency*
- Un **primo passo** sarebbe il recepimento della raccomandazione CERS (Comitato Europeo per il Rischio Sistemico) che darebbe vita a una controparte unica nazionale che si dia carico della stabilità macro-prudenziale. La Banca d'Italia manterrebbe un ruolo centrale, giustificato dalla sua partecipazione all'eurosistema intorno a cui ruota la finanza europea, ma verrebbe garantito uno stretto coordinamento tra le tre autorità di vigilanza indipendenti (CONSOB, IVASS e COVIP), con la partecipazione del MEF

Un secondo passo

- Un **secondo indispensabile passo** è giungere a una esatta conoscenza delle tecniche alla base di ogni forma di strumento virtuale creato e dei relativi scambi, dalle contabilità decentrate *blockchain/DLT (Distributed Ledger Technology)* alle diverse forme di *AI (Artificial Intelligence)*
- Il tentativo di calare su di esse una regolamentazione che prescindenda dal loro modo di operare o, peggio ancora, di trasporre in esse le norme esistenti per gli strumenti tradizionali, sia pure aggiornate, non paiono adatte allo scopo

Conclusione

- Il principale messaggio dell'analisi condotta è che sono le aspettative di progresso, talvolta anche di natura utopica, che hanno mosso e muovono le conquiste dell'umanità. La loro capacità di incidere sulla resistenza che mostra l'esistente dipende dal raggiungimento da parte dei cittadini di una consapevolezza degli obiettivi e dei modi per raggiungerli.

Un impegno educativo senza precedenti

➤ Occorre un triplice impegno educativo:

1. Spiegare ai cittadini le difficoltà che devono essere affrontate e devono trasmettere alla politica all'atto del mandato a essa assegnato
2. Formare una nuova classe di professionisti delle materie informatiche attingendo dall'ampio serbatoio di esperienze esistente nelle Università italiane e all'estero
3. Creare centri di formazione all'interno delle istituzioni di regolazione e vigilanza che garantiscano un loro sviluppo orizzontale e si pongano al servizio della collettività



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

© Paolo Savona