

Incontro annuale con il mercato finanziario

Milano, 25 giugno 2024

2024

1974 - 2024



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Incontro annuale con il mercato finanziario

Discorso del Presidente Prof. Paolo Savona

Milano, 25 giugno 2024



Discorso del Presidente al mercato finanziario

1. Una breve storia della Consob
2. Una sintesi dell'attività svolta
3. Il mutamento del quadro geopolitico e le specifiche necessità della Consob
4. Indirizzare il risparmio verso l'attività reale
5. La nuova architettura istituzionale della moneta e della finanza che si delinea al diffondersi delle contabilità decentrate
6. Semplificare la complessità e ridurre le incertezze
7. Conclusioni

Ringraziamenti

1 Una breve storia della Consob

Il 7 giugno 1974, con la Legge n. 216, le funzioni esercitate dal Ministero del Tesoro sulle società quotate e le borse valori vennero trasferite a una nuova istituzione denominata Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), che divenne Autorità indipendente con personalità giuridica undici anni dopo con la Legge n. 281 del 4 giugno 1985. Trascorsi altri tredici anni il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, noto con l'acronimo TUF, approvato il 24 febbraio 1998 con il Decreto Legislativo n. 58, assegnò alla Consob un vasto controllo autorizzativo e di vigilanza sul mercato mobiliare. Questi tre interventi legislativi rappresentano le principali tappe dell'evoluzione della Consob, alle quali nel corso del tempo si sono aggiunti affinamenti dei compiti assegnati e attribuzioni di nuovi incarichi. Nell'ultimo quarto di secolo l'Unione Europea ha contribuito incessantemente al processo di ampliamento e definizione dei compiti della Consob, in particolare negli ultimi anni, per accogliere, anche in finanza, le innovazioni tecnologiche e la sostenibilità, in attesa della creazione di un Mercato unico dei capitali funzionale alla crescita reale.

Per il Cinquantenario della sua nascita, la Consob ha curato una sua breve *Storia*, pubblicata dal Poligrafico dello Stato, che oggi viene distribuita. Essa è il risultato di un'opera corale cui hanno partecipato tutte le Unità organizzative, alle quali va il nostro più vivo ringraziamento. I lavori sono stati coordinati dal Segretario generale, sotto la supervisione dei Commissari in carica e dei tre ultimi Presidenti. La direzione scientifica è stata svolta da Guido Ferrarini, con la collaborazione di Davide Trasciatti. All'incontro odierno faranno seguito, a Roma e a Milano, due Convegni con la comunità scientifica per discutere della nostra esperienza nel mezzo secolo trascorso e ricevere suggerimenti per il nostro futuro.

Esaminando l'abbondante documentazione raccolta, siamo giunti alla conclusione che la suddivisione per decenni dell'evoluzione del mercato finanziario, delle norme e dell'organizzazione riguardanti la Consob, fosse la soluzione più adatta per una riconsiderazione dei problemi incontrati e delle scelte fatte che hanno plasmato il suo ruolo istituzionale. Pur consci di qualche

semplificazione insita nella ripartizione temporale stabilita, abbiamo intitolato il primo decennio (1974-1984) *I primi passi*, ovviamente verso l'assolvimento del compito trasferito dal Ministero del Tesoro alla Consob di vigilare sulle società e sulle borse valori del Paese. Il secondo (1984-1994) *Il Big Bang italiano*, per sottolineare il riconoscimento della sua indipendenza e, in particolare, il passaggio degli scambi in Borsa dalle "grida" al trattamento elettronico. Il terzo (1994-2004) *L'età delle riforme*, per ricordare l'accresciuto impegno regolamentare richiesto per collegare l'attività di vigilanza finanziaria alla nascita dell'Eurosystema e i compiti che furono assegnati alla Consob con il TUF. Il quarto (2004-2014) *L'età della crisi e della vigilanza europea*, per rievocare le difficoltà incontrate per affrontare gli effetti dello sconvolgimento finanziario globale del 2008 e del ruolo crescente svolto sul mercato dall'Unione Europea. L'ultimo (2014-2024) *L'era del Fintech, della sostenibilità e dell'integrazione finanziaria europea*, per ripercorrere i passi finora compiuti per fare fronte agli impegni di vigilanza posti da questi tre ambiziosi obiettivi.

Nel cinquantennio trascorso il rapporto tra attività finanziarie e moneta possedute dalle famiglie e dalle imprese è passato da 1 a 2,4 volte, anche a seguito di una significativa crescita dei valori azionari e di nuove forme finanziarie. Tale crescita riflette l'intento di rafforzare la finanza necessaria agli investimenti produttivi e cambia contenuti ed estensione dell'attività di vigilanza da svolgere. Essa è un naturale riflesso dell'evoluzione globale del mercato finanziario, al quale la Consob ha contribuito con la sua stessa presenza e con l'impegno profuso per garantire la trasparenza delle operazioni, migliorare le norme di vigilanza e l'attività di indagine e sanzionatoria.

Considerando che la Consob:

- è nata quattro decenni dopo la più celebre consorella americana (la SEC, *Securities and Exchange Commission*), creata nel 1934 in occasione del *New Deal* voluto da Roosevelt per uscire dalla Grande crisi, le cui cause sono state individuate anche nelle sregolatezze del mercato finanziario;
- ha registrato un salto quantitativo della sua attività in occasione dell'ampliamento del nostro mercato finanziario,

anche a seguito del Decreto Legislativo n. 385/1993 che ha trasformato il regime bancario da specialistico a universale;

- si è mossa nel millennio in corso nel quadro dell'Eurosistema e del sistema finanziario europeo, partecipando dapprima al CESR (*Committee of European Securities Regulators*) e dal 2011 all'ESMA (*European Securities and Market Authority*);
- ha dovuto fronteggiare le rigidità tipiche del regime giuridico di *civil law*, divenute più stringenti a causa di un mercato in rapida evoluzione, che ha reso in parte obsolete le norme vigenti e ha indotto la giurisprudenza a svolgere funzioni tipiche del regime di *common law*;

si può ragionevolmente sostenere che il livello di prestazioni raggiunto è paragonabile – e per alcuni aspetti comparativamente migliore – a quello di analoghe istituzioni europee e del resto del mondo, nonostante i confronti internazionali siano alterati da persistenti e profonde diversità di trattamento normativo della vigilanza finanziaria, un problema che peraltro assilla tutti gli scambi globali.

2 Una sintesi dell'attività svolta

Insieme alla *Storia* viene oggi presentata anche la consueta *Relazione* sull'attività dello scorso anno, che rende conto delle attività svolte e delle risorse impiegate dalla Consob per adempiere ai compiti a essa assegnati. La *Relazione* si apre con una breve esposizione della strategia perseguita per affrontare le sfide che le nuove realtà impongono e si chiude con un'*Appendice*, in cui sono raccolti dati statistici distinti per funzione svolta, che evidenzia la crescente ampiezza degli impegni assolti con risorse di personale quasi immutate (650 unità) e di disponibilità finanziarie comparativamente ridotte (203 milioni di euro).

Nell'anno la Commissione ha tenuto 73 riunioni per esaminare 962 pratiche che si sono tramutate in 402 delibere. Queste, per la gran parte, riguardano operazioni di appello al pubblico risparmio, richieste di informazioni alle società e risposte ai quesiti che ci sono stati rivolti, tutte attività finalizzate a innalzare il livello di trasparenza per contribuire al corretto

funzionamento del mercato e a scelte consapevoli di investimento da parte dei risparmiatori.

Resta ancora modesta la dimensione delle contrattazioni sui mercati regolamentati, con l'unica eccezione di quelle sui titoli di Stato, che pesano per quasi tre quarti del totale. Poiché il nostro risparmio complessivo resta abbondante e, come testimonia il saldo positivo della nostra bilancia estera economica, una parte resta inutilizzata all'interno, diviene impellente sollecitarne l'impiego in titoli di capitale rappresentativi di investimenti reali, che la storia insegna essere un modo efficace di protezione del risparmio nel più lungo termine rispetto agli impieghi puramente finanziari.

L'attività di indagine e sanzionatoria svolta lo scorso anno per contrastare abusi di mercato e quella di collaborazione con altre istituzioni dello Stato restano sostenute, impegnando anche una parte significativa del nostro settore legale. La Consob interviene, inoltre, su numerosi aspetti di funzionamento del mercato finanziario, sia dal lato regolamentare che da quello operativo, con un'accelerazione nell'ultimo biennio; le numerose iniziative avviate sono culminate nella Legge n. 21 del 5 marzo 2024, che ha anche delegato il Governo a revisionare il Testo Unico della Finanza, attività alla quale la Consob sta offrendo il suo più attento impegno propositivo.

Il nuovo decennio "Consob" (2024-2034) avrà presumibilmente la stessa caratteristica "breve" autorevolmente attribuita al Secolo trascorso, per l'accorciarsi dei tempi imposti dall'incorporazione delle crescenti innovazioni tecnologiche, dall'incalzare delle istanze di tutela dell'ambiente e dall'urgenza di attuare l'Unione europea dei mercati dei capitali. Il potenziamento dell'efficacia ed efficienza dell'attività di vigilanza complessiva sul mercato finanziario richiederebbe crescenti collaborazioni e sinergie inserite in un processo di integrazione delle strutture di raccolta ed elaborazione delle informazioni esistenti nel Paese, cogliendo l'occasione offerta dalla forza unificante dei progressi della Scienza dei dati e degli strumenti di calcolo. Una siffatta decisione propizierebbe l'attuazione di un regime monetario e finanziario globale su basi simili a quelle ideate e proposte da Keynes a Bretton Woods, parzialmente attuate e poi abbandonate, anche perché non

si disponeva allora della potenza di calcolo dei computer e delle tecniche di contabilità decentrate oggi disponibili.

3 Il mutamento del quadro geopolitico e le specifiche necessità della Consob

Il quadro di insieme geopolitico nel cui ambito la Consob deve operare è caratterizzato dalla tendenza a muovere più armi e meno merci, invertendo l'indirizzo favorevole alla globalizzazione degli scambi e alla convivenza pacifica. In passato, l'affermarsi di queste condizioni aveva apportato significativi vantaggi al benessere materiale e sociale di tutte le popolazioni del Pianeta. L'Italia è direttamente esposta agli effetti deflattivi di questa tendenza, a causa del suo modello di sviluppo basato sulle esportazioni, che sollecita uno spostamento della domanda aggregata verso gli investimenti e i consumi interni. La necessità di un cambiamento della struttura del PIL è una *querelle* che dura dalla fine del miracolo economico, quando emersero le difficoltà, come allora si disse, «*di affiancare il cavallo della domanda pubblica a quella privata*», che oggi si potrebbero attenuare convogliando risparmio verso l'attività produttiva attraverso impulsi di mercato.

In parallelo è maturata una maggiore coscienza della necessità di proteggere l'ecosistema, ma si è indebolita la volontà di svolgere un'azione congiunta internazionale per raggiungere l'obiettivo. Nel perseguimento di questo fine la finanza è chiamata a svolgere un suo specifico compito di supporto, ma da più parti si chiede che la sua azione si sincronizzi con i tempi dei progressi effettivi raggiungibili in materia a livello globale, senza appesantire anzitempo la documentazione necessaria alla vigilanza pubblica sugli impatti ambientali dell'attività delle imprese.

Il mutamento del quadro geopolitico si è riflesso in una decelerazione della domanda aggregata globale, incluso ovviamente il commercio internazionale, che inasprisce la cronica competizione normativa tra paesi, introducendo nuovi dazi protettivi e vincoli amministrativi equivalenti, giustificati da istanze nazionali di tutela della sicurezza materiale, politica ed economica, la cui soddisfazione richiederebbe invece un rafforzamento della cooperazione internazionale. Di fronte a

questa situazione, l'Unione Europea si muove rafforzando il funzionamento del mercato comune con norme unificanti, la cui attuazione viene spesso ostacolata da opzioni regolamentari o pratiche di *gold plating* (letteralmente "placcatura aurea"), che sfruttano la facoltà concessa ai paesi membri di discostarsi dagli indirizzi comuni concordati. Si generano così disomogeneità applicative sostanziali in aree rilevanti per l'attività economica, come il diritto societario, la cui unificazione, soprattutto in materia di trattamento fiscale, resta un passaggio determinante per la realizzazione dell'Unione europea dei mercati dei capitali necessaria al completamento del mercato comune, uno dei pilastri della costruzione europea.

Parte di questo processo di riunificazione normativa riguarda anche i comparti tradizionali e "virtuali" (la definizione è dell'OCSE) del mercato finanziario, con soluzioni non convergenti tra grandi aree. In particolare, negli Stati Uniti si va legittimando la creazione e l'uso delle *cryptocurrency* parificandola a quella degli strumenti tradizionali, mentre nell'Unione Europea si persegue una regolamentazione differenziata, culminata nel *Markets in Crypto Assets Regulation* (MiCAR) e nell'*Artificial Intelligence Act* (AI Act), che entreranno rispettivamente in vigore nel gennaio 2025 e a metà del 2026. L'Italia ha trattato la materia in diverse iniziative di legge, sta completando il recepimento del primo provvedimento europeo ricordato e ha avviato l'esame del ddl n. 1146 recante *Disposizioni e deleghe al Governo in materia di intelligenza artificiale*, che amplia l'area di considerazione degli effetti dell'AI e prevede l'emanazione di uno o più decreti legislativi che adeguino la normativa nazionale all'AI Act.

La Consob è impegnata da tempo nella definizione di un piano operativo e professionale per fronteggiare i crescenti impegni derivanti dai mutamenti indicati e ha in corso le dovute consultazioni sindacali per varare una riforma organizzativa che:

- persegua una visione integrata dei processi e delle attività;
- definisca e potenzi la vigilanza impostata sulla valutazione del rischio;
- identifichi con precisione compiti e responsabilità del personale;

- migliori l'efficienza e l'efficacia delle sue prestazioni, contenendo i costi, riducendo le linee di riporto, eliminando duplicazioni e frazionamenti e adattando l'organizzazione alle nuove incombenze;
- implementi soluzioni di intelligenza artificiale per l'esame delle pratiche.

Per raggiungere questi obiettivi verranno attivati un moderno controllo di gestione, una migliore comunicazione interna ed esterna, una base dati integrata, condivisa e accessibile, un disegno di valorizzazione delle professionalità definendo profili di carriera e sistemi di mobilità del personale decisi funzionalmente e in attuazione della legge.

Il processo ha preso avvio nel 2021 in attuazione della Legge n. 281 del 4 giugno 1985, che ha disposto la parificazione del trattamento giuridico e salariale del personale Consob a quello della Banca d'Italia; il provvedimento è stato deciso dopo un lungo periodo di riflessioni e ha apportato significativi vantaggi al personale, ma anche sollecitazioni a raggiungere livelli più elevati di efficienza ed efficacia. I conseguenti maggiori costi si sono sommati a quelli nascenti dall'attribuzione alla Consob di nuovi compiti, suscitando malumore nei soggetti vigilati, che hanno scelto l'Autorità come destinataria, non considerando che essa si limita ad applicare le norme che regolano il regime contributivo.

Negli Stati Uniti sono da tempo insorte analoghe lamentele. Nel 2014, due premi Nobel per l'economia, George Akerlof e Robert Shiller, hanno valutato il costo dei servizi resi dalla SEC, indicandolo pari a un quarto di centesimo per dollaro sotto sorveglianza; nel 2024, l'onere si è ridotto per la crescita più che doppia della ricchezza finanziaria vigilata (dai 50 ai 110 *trillion* di dollari). I due economisti hanno sottolineato che questo costo, che risponde a un servizio pubblico avente un elevato rilievo sociale ed economico, è decisamente inferiore alle commissioni richieste dagli intermediari per i loro servizi, mediamente pari a un multiplo dell'onere di vigilanza. Per il 2024 la Consob ha chiesto ai vigilati 151 milioni di euro, applicando per il secondo anno consecutivo una base generale di calcolo pari all'inflazione programmata dal Governo. Ove si prescindia dalla difformità delle diverse architetture di vigilanza finanziaria, l'incidenza percentuale sulla massa vigilata

italiana non è dissimile da quella americana, ma il gettito è nettamente inferiore a quello ottenuto dalla consorella americana, che ha chiesto 2,6 miliardi di dollari sulla base di una ricchezza finanziaria superiore a 18 volte la nostra. Per assolvere ai nuovi impegnativi compiti di vigilanza, il conseguente fabbisogno dovrà essere distinto tra l'onere per il servizio reso ai soggetti vigilati e quello prestato alla collettività, la cui valutazione è in corso nell'ambito della riforma organizzativa ricordata.

Per raggiungere gli obiettivi indicati si farà ricorso alle moderne tecnologie informatiche, già previste da un piano di investimenti pluriennali approvato dalla Commissione, la cui attuazione beneficerà in parte dei fondi assegnati alla Consob dal PNRR. Sarebbe di grande utilità e risparmio per la collettività, se si pervenisse a una capacità di raccolta ed elaborazione delle informazioni condivisa tra le istituzioni di vigilanza mobiliare all'interno del Paese e nell'Eurosistema, in vista degli indispensabili passaggi definitivi all'euro digitale e alla *tokenizzazione* degli strumenti finanziari. Il perseguimento di questo obiettivo è già iniziato partecipando al Polo Strategico Nazionale, che prevede di far migrare tutti i dati e servizi strategici della Pubblica Amministrazione nel *cloud* nazionale.

L'efficacia e l'efficienza della Consob migliorerebbero se venisse rimosso l'obbligo di approvare le principali decisioni di funzionamento a maggioranza qualificata di quattro voti su cinque, *quorum* non previsto per le altre autorità indipendenti operanti in Italia. Agirebbe nella stessa direzione se, in attuazione della delega di riforma del TUF, venissero accettate le proposte avanzate dalla Consob di introdurre strumenti per deflazionare le procedure sanzionatorie, quali il *settlement* o la possibilità di valutare la rilevanza delle violazioni, consentendo ad esempio – come avviene in altri settori – di non avviare onerosi procedimenti amministrativi per infrazioni minori che arrecano un pregiudizio marginale agli investitori e alla trasparenza del mercato. Sarebbe, inoltre, opportuno allineare la responsabilità civile della Consob agli ordinamenti esteri più avanzati per capire in quali casi, effettivamente, ricorre la responsabilità dell'Autorità per colpa grave, rifuggendo da facili suggestioni interpretative che rischiano di amplificare oltremodo questo concetto di colpa; sono numerosi i documenti di organismi internazionali sul tema dell'esistenza di

un carico eccessivo di responsabilità, esteso a situazioni diverse dalla colpa grave e dal dolo. Tornerebbe infine utile allo sviluppo del nostro mercato finanziario alleggerire il peso delle incombenze amministrative, facendole convergere verso gli standard seguiti dalle altre piazze europee e dal resto del mondo, per evitare gli effetti negativi della competizione normativa tra paesi.

4 Indirizzare il risparmio verso l'attività reale

L'obiettivo di incanalare il risparmio interno verso l'attività reale agendo con strumenti di mercato è iscritto da tempo nell'agenda del Paese e il suo raggiungimento ha ripreso vigore con il c.d. *Libro verde su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, il cui iter si è concluso con l'approvazione della già citata Legge n. 21/2024. Essa ha semplificato le condizioni di accesso degli emittenti al mercato, in particolare delle PMI, e razionalizzato l'intervento degli investitori istituzionali. Ha, inoltre, ridefinito talune procedure di nomina dei vertici societari, spostandole in parte dalle scelte dei manager a quelle degli azionisti; su quest'ultimo aspetto le valutazioni non sono state concordi e sarà il mercato a fornire una risposta allo stimolo che la legge si è proposta di imprimere. Ha infine apportato modifiche a talune discipline statutarie e varato disposizioni in materia di flottante, di rafforzamento del c.d. Patrimonio Destinato a supporto delle imprese italiane e di educazione finanziaria.

L'iniziativa ha inteso fornire anche una risposta alle preoccupazioni nascenti dal *delisting* delle società quotate su Euronext Milan, un fenomeno peraltro presente nelle borse estere; le cancellazioni potranno essere in prospettiva compensate dalla crescita delle ammissioni all'Euronext Growth Milan di società che intendono sperimentare l'opportunità di raccogliere capitali su quel mercato per il proprio sviluppo. In generale, fungono da attrazione alla scelta di quotazione i bassi costi di ingresso e di permanenza nel listino, i tempi rapidi di svolgimento delle procedure di ammissione, un'imposizione tributaria vantaggiosa e l'ampiezza della liquidità che affluisce alle contrattazioni, la cui assenza induce le società a rivolgersi all'estero, dove una o più di queste condizioni si presentano vantaggiose.

L'incanalamento del risparmio verso il finanziamento delle attività produttive svolge anche la funzione di proteggere il risparmio investito in piani che soddisfano i bisogni del ciclo vitale degli individui e delle famiglie, con un potenziale alleggerimento delle pressioni assistenziali che gravano sui bilanci pubblici. Nell'anno trascorso questa stretta relazione si è rafforzata sia a livello microeconomico, per il buon andamento degli utili societari, sia a livello macroeconomico, per una maggiore resilienza alla crisi globale mostrata dall'economia italiana rispetto a quella europea e di vaste aree del mondo. Al risparmio andrebbe dedicata una cura pari a quella riservata alla moneta e ad altri nuovi strumenti finanziari, per impedire che esso diventi variabile di aggiustamento degli squilibri creati da altri fattori. Un esempio si ha nella clausola del *bail-in*, secondo cui i depositi bancari sono protetti dal loro sistema di garanzia fino a 100 mila euro, mentre tutte le altre passività delle banche, potenzialmente destinate al finanziamento degli investimenti reali capaci di proteggere i risparmi, vengono penalizzate in caso di insolvenza.

La buona resilienza dell'economia italiana e la capienza del risparmio interno hanno stentato a tradursi in una discesa dello *spread* richiesto dal mercato sui nostri titoli pubblici, finalmente emersa nei primi mesi del 2024, anche per la loro buona accoglienza da parte dei risparmiatori italiani, seguita da una ripresa di attenzione da parte dell'estero. Questo risultato, pur restando esposto ai rischi geopolitici ricordati, si dovrebbe riflettere anche in un innalzamento dei *rating* del debito pubblico italiano, alleviando l'onere sulla crescita reale dovuto al maggiore costo dell'indebitamento pubblico e così innalzando il livello del reddito potenziale.

5 La nuova architettura istituzionale della moneta e della finanza che si delinea al diffondersi delle contabilità decentrate

Nel prevedibile futuro la moneta e le attività finanziarie completeranno il processo di dematerializzazione, passando dalle forme digitali a contabilità accentrata a quelle a contabilità decentrata (DLT). Il pieno utilizzo dipenderà dallo scioglimento dei nodi con cui si potrà esercitare la vigilanza su questa forma di

titolarità della ricchezza e garantire l'inalterabilità delle piattaforme che la registrano e custodiscono (*cyber security*). Molto dipenderà anche dalla rapidità con cui i cittadini impareranno a usarle. A tal fine, è necessario che il legislatore non consideri più neutrali queste tecnologie contabili, poiché sono il problema da risolvere.

L'attuazione di questo processo richiede di ricondurre a unità le norme che regolano gli strumenti tradizionali e virtuali. La soluzione razionale suggerisce di mantenere l'intera creazione monetaria nelle sole mani delle banche centrali, riunificando sotto un'unica unità di conto e mezzo liberatorio dei debiti (*legal tender*) tutte le forme ufficiali esistenti (metallica, cartacea e depositi bancari, ossia la c.d. M2) e, se legittimate, quelle usate di fatto dal mercato (*cryptocurrency, stable coin* e altre). Una siffatta riforma impone di ricondurre sotto una sola autorità di controllo finanziario anche i depositi bancari, oltre alle attività tradizionali e a quelle virtuali.

Per garantire una gestione razionale del risparmio è auspicabile che si passi da scelte di investimento basate su tecniche tradizionali o valutazioni prevalentemente soggettive a scelte basate sulle moderne tecniche di intelligenza artificiale e sugli strumenti di raccolta ed elaborazione delle informazioni, per propiziare una maggiore remunerazione netta del risparmio, incentivandone l'auspicato incanalamento verso le iniziative produttive. I principali *leader* di queste innovazioni disputano sui tempi in cui sarà pronta una rivoluzione informatica per ogni aspetto della vita economica e sociale: i più ottimisti sostengono che lo è già e i meno che lo sarà entro il decennio in corso.

Il principale vantaggio dell'introduzione delle specializzazioni istituzionali e delle innovazioni tecnologiche indicate sarebbe che le scelte di stabilità monetaria di quantità e di tasso dell'interesse si svilupperebbero in modo indipendente dalle esigenze di stabilità bancaria, superando il reciproco vincolo nell'attuale architettura istituzionale; verrebbe a cessare la posizione storicamente subordinata della stabilità finanziaria a quella monetaria, che ha avuto origine nel ruolo preponderante ricoperto dalle banche sul mercato del risparmio rispetto agli altri intermediari, borse valori incluse. Così facendo i tassi dell'interesse ufficiali svolgerebbero

pienamente la funzione, evidenziata dalla teoria economica e dall'esperienza pratica, di riequilibratori tra andamenti dei profitti degli investimenti reali e della domanda aggregata.

La nuova architettura non preclude l'utilizzo della capacità organizzativa e il prestigio culturale acquisiti dalle banche centrali per svolgere il duplice compito di stabilità, purché si svolga con la dovuta indipendenza operativa. Né questa architettura è di ostacolo allo sviluppo delle banche, perché esse non perderebbero spazi di mercato nei sistemi di pagamento, di credito e di gestione del risparmio, operando senza i vincoli attuali di appartenenza al circuito monetario. Questa architettura consentirebbe di dare anche una risposta razionale, ossia basata su dati oggettivi, alle dispute scomposte, che si ripetono a ogni crisi, sulla dimensione e i tempi delle scelte monetarie, nel tentativo di conciliarle con le pressanti istanze di proteggere la crescita reale e il benessere sociale, intenti parimenti nobili, ma che si pongono talvolta in contrasto con la stabilità dei prezzi.

Passando da una considerazione generale a una specifica riguardante l'Eurosistema, la creazione e l'uso dell'euro resterebbero sotto il diretto controllo della BCE, la cui contabilità – per le caratteristiche decentrate, ma controllabili, e l'esperienza operativa fatta tra le banche centrali associate – potrebbe essere presa come base per la gestione di tutti i pagamenti, compresi quelli legati alle operazioni finanziarie di ogni tipo. Si aprirebbe così la possibilità che l'uso diffuso di questa specifica tecnologia propizi un più stretto collegamento "di mercato" tra le monete nazionali e un accordo internazionale sulle regole di intervento statale nella fissazione dei cambi, una delle forme più diffuse di politiche protezionistiche.

L'attuazione di queste modifiche istituzionali – che, lo ripetiamo, sono intrinseche nella natura evolutiva delle tecnologie e dei mercati – richiederanno tempo e ovvie cautele applicative; non sarebbe però un comportamento razionale, se si continuasse a procedere con parziali realizzazioni senza sapere verso dove muove il sistema monetario e finanziario, perché continuerebbe a prevalere l'incertezza del futuro, accrescendo la complessità di governo delle economie miste pubblica e privata, sempre più coinvolte nei mutamenti ricordati dello scenario geopolitico.

6 Semplificare la complessità e ridurre le incertezze

Sulla pericolosità dell'associazione tra complessità e incertezze – che assilla non solo l'economia, ma anche la convivenza sociale – vi è concordanza di valutazione, sia all'interno che all'estero, creando consapevolezza sulla necessità di operare per semplificare le prime e ridurre le seconde. Al contrario, non esiste concordanza sulla plurivocità delle soluzioni tese a conciliare le funzioni eterogenee di utilità individuali e sociali oggi esistenti, poiché alcuni chiedono più Stato, altri più mercato, senza trovare il modo di dosare le due forze per raggiungere una maggiore crescita e una più equa distribuzione del reddito. In passato il dibattito in argomento è stato molto vivace e contraddistinto da forti dosi di ideologia, che non sono scomparse, ma oggi la materia del contendere è resa ancora più complicata dalla trasformazione della finanza da ancella dello sviluppo reale a creatrice di ricchezza mobiliare per partenogenesi.

L'aspetto di quest'ultima metamorfosi è la vertiginosa crescita delle *cryptocurrency*. In linea di principio non si può comprendere come si possa legittimare l'esistenza di attività dematerializzate prive all'origine di controparti debitorie, che nascono da un'intrapresa "artigianale" matematicamente raffinata e vivono per accordi pattizi tra privati senza controlli sulla *governance*; esse creano potere di acquisto sul mercato che ha valore crescente rispetto a quello generato dall'attività produttiva, alterando la distribuzione del reddito e della ricchezza, la cui determinazione sarebbe compito degli organi della democrazia, nella consapevolezza acquisita che il mercato non ha la conformazione pratica né il compito per farlo. Va osservato che la moneta legale, sia essa base monetaria di banche centrali o depositi di banche, nasce con una controparte debitoria, che manca per le *cryptocurrency*, siano esse usate come moneta o strumento finanziario, una caratteristica negativa che si somma alla loro scarsa *accountability* e trasparenza di mercato. Il problema è stato ripetutamente esaminato anche nei precedenti *Discorsi al mercato*, auspicando che i nuovi strumenti criptati, se legittimati, rispondano alle stesse regole degli strumenti tradizionali, sempre insistendo però sulla necessità di pervenire a una specifica normazione per le contabilità decentrate usate. Anche per

i derivati, all'origine della crisi del 2008, fu trascurata per un lungo periodo la contabilizzazione corretta sopra la linea del totale, ossia con controparte debitoria, che per lungo tempo fu sostituita da un promemoria sotto la linea tra i conti impegni e rischi.

Dall'insieme di queste considerazioni discende il diretto interesse della Consob a conoscere come raccordare la contabilità dell'euro digitale con quella degli strumenti finanziari tradizionali e *tokenizzati* e verso dove si dirigerà l'architettura istituzionale della moneta e della finanza. In assenza, la programmazione dell'attività delle autorità di sorveglianza e la redazione dei relativi bilanci sarebbero esposte alle variazioni di architettura istituzionale che si realizzano di fatto e di diritto a causa delle incessanti innovazioni tecnologiche introdotte dagli operatori più abili.

A seguito delle recenti decisioni normative, va preso atto che il mercato ha imposto la sua volontà alle autorità di governo che non hanno potuto ignorare, come accaduto per i derivati, la dimensione raggiunta dalle *cryptocurrency* e dai *cryptoasset* nei portafogli dei risparmiatori, sospinta dai CASP (*Crypto Asset Service Provider*) e, più recentemente, dal cambiamento dell'attitudine degli intermediari tradizionali (banche e altri gestori di risparmio) che, dopo avere condiviso con le autorità di vigilanza forti riserve per queste innovazioni, hanno deciso di operare anche in questo comparto aggiungendo il peso della propria tradizione. Non sarebbe una novità se si riconoscesse la forza del mercato, ma lo sarebbe se si negasse una pari forza alla legge come diritto dei cittadini a essere governati da questa, invece che dall'intraprendenza di pochi. Va perciò sollecitata la collaborazione tra le due forze nel reciproco interesse e la specializzazione per l'esercizio dei compiti di vigilanza.

7 Conclusioni

Per concludere, la storia continua imperterrita a offrirci sorprese e a sollecitare nuovo impegno, per migliorare il funzionamento del mercato finanziario e proteggere il risparmio.

Rappresentano passaggi essenziali l'inversione della tendenza in atto di una crescita della finanza fine a sé stessa e l'incanalamento del risparmio verso il finanziamento dello sviluppo del reddito e dell'occupazione, ottenibili confermando la moneta ufficiale come unico mezzo legale liberatorio dei pagamenti e incorporando nelle gestioni finanziarie le innovazioni messe a punto dalla Scienza dei dati e dalla potenza di calcolo dei computer. Fungerebbe da viatico una distinzione istituzionale tra la creazione di moneta a livello ufficiale e quella in forma di depositi bancari, riunificando questi ultimi sotto la competenza della vigilanza finanziaria, la cui attività produrrebbe, in posizione di parità, un bene pubblico complementare a quello della vigilanza monetaria.

Così facendo, verrebbero anche rispettati e incentivati i piani di investimento dei risparmi, basati sulle necessità del ciclo vitale degli individui e delle loro famiglie, affidando agli intermediari finanziari il compito di gestirli in modo razionale e agli organi della democrazia di decidere un'equa distribuzione delle risorse prodotte. Se ben strutturata e ben spiegata, una tale riforma renderebbe possibile l'attuazione di una politica economica, che alleggerisca le pressioni sui conti dello Stato e riduca il peso dell'imposizione tributaria e del debito pubblico sul PIL.

In questa nuova architettura istituzionale, le autorità di vigilanza monetaria e finanziaria vedrebbero rafforzata la rispettiva indipendenza ed efficacia della propria azione e potrebbero passare da un approccio formale, nell'adempimento dei compiti a esse assegnati volti a prevenire e sanzionare gli aspetti patologici del mercato, a un approccio funzionale al miglioramento dei contenuti fisiologici della crescita reale e, con essi, del benessere individuale e sociale.

Va preso atto che il mondo si evolve in questa direzione e i comportamenti di tutti – piaccia o non piaccia, vengano frenati o meno – dovranno tenerne conto. Un secolo fa Søren Kierkegaard, filosofo dell'immobilismo esistenziale, ammonì: *«Per l'uomo arriva un momento in cui non ha più libertà di scelta, non perché ha scelto, ma perché non lo ha fatto e altri hanno scelto per lui».*

Ringraziamenti

Nello svolgimento dei suoi compiti, la Consob ha tenuto costanti rapporti con il MEF, la Banca d'Italia, l'IVASS, la COVIP, l'AGCM, la Magistratura penale, civile e amministrativa, l'Avvocatura dello Stato, il Consiglio di Stato, la Guardia di Finanza, l'Arma dei Carabinieri, la Corte dei Conti, la Polizia postale e l'OCF. Ha, inoltre, beneficiato della consulenza del COMI, il Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori. A queste istituzioni va il nostro più sentito ringraziamento per la collaborazione prestata nell'assolvere ai compiti attribuiti dalle leggi e, non di rado, per affrontare le sfide di comune interesse.