

# Incontro annuale con il mercato finanziario

Discorso del Presidente Prof. Paolo Savona

Milano, 21 giugno 2022



---

**CONSOB**

---

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

## Discorso del Presidente al mercato finanziario

1. Premessa: un breve richiamo all'attività svolta dalla Consob nel 2021
2. Un anno di ripresa dell'economia e della fiducia nel futuro
3. Importanza per l'Italia delle liberalizzazioni e della globalizzazione degli scambi
4. Per tutelare il risparmio dall'inflazione non si possono attivare gli strumenti tradizionali in misura sufficiente
5. Una proposta alternativa a una stretta di politica monetaria e fiscale: un portafoglio che si auto-protegga dall'inflazione
6. Il circolo virtuoso che si crea incentivando e tutelando il risparmio
7. Chiarire il quadro istituzionale entro cui opereranno la moneta e le attività finanziarie in contabilità digitale centralizzata o criptata decentralizzata
8. La ridefinizione conseguente dei compiti della Consob
9. Conclusioni: proteggere il risparmio, definire le regole della competizione tecnologica nella finanza e combattere la concorrenza normativa

## 1 Premessa: un breve richiamo all'attività svolta dalla Consob nel 2021

La presentazione al mercato della *Relazione per l'anno 2021*, inviata a fine marzo scorso al Ministro dell'Economia e delle Finanze, è l'occasione per inquadrare l'attività della Consob in un mondo in sempre più rapido movimento, soffermandosi sulle linee strategiche seguite per propiziare l'innovazione tecnologica e la sostenibilità ambientale e sociale, in linea con le indicazioni dell'Unione Europea e con la strategia triennale approvata dal Consiglio dei Ministri il 24 novembre 2021.

La *Relazione* si articola in dodici capitoli che espongono l'ampia attività svolta nell'anno 2021 dalla Commissione, che si è concretizzata in 1.277 pratiche presentate al Collegio, che le ha esaminate nel corso delle sue 97 riunioni, in esito alle quali sono state adottate 484 delibere.

Le offerte al pubblico di acquisto e scambio promosse nell'anno 2021 sono state 19, per un controvalore complessivo di circa 7 miliardi di euro, di cui 14 associate a operazioni di *delisting* dei titoli dai mercati regolamentati italiani. Si tratta di un fenomeno segnaletico importante da leggere insieme alla scelta operata da alcune realtà imprenditoriali italiane di accedere a mercati di capitali esteri, anche trasferendo in altri paesi la propria sede sociale. Questi fenomeni incidono sulla competitività e sullo sviluppo del mercato dei capitali italiano, chiamato oggi più che mai a svolgere un ruolo fondamentale per sostenere il percorso di ripresa e crescita dell'economia del Paese, consentendo di realizzare investimenti in digitalizzazione, innovazione e sostenibilità. Per queste ragioni, in ossequio alle proprie funzioni di autorità di vigilanza dei mercati finanziari italiani, la Consob ha aderito all'iniziativa avviata nel corso del 2021 dal Ministero dell'Economia e delle Finanze in continuità con l'analisi dell'OCSE contenuta nel rapporto "Capital Market Review of Italy 2020" e confluita nel Libro Verde "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita", con l'obiettivo di individuare interventi di razionalizzazione e semplificazione del quadro normativo per rendere più efficienti e competitivi l'accesso e la permanenza delle imprese sul mercato italiano dei capitali. In parallelo, la Consob ha anche autonomamente avviato un processo

di analisi e valutazione, anche attraverso la consultazione con il mercato, della propria normativa regolamentare in materia di prospetto e procedura di ammissione a quotazione sui mercati regolamentati, con l'obiettivo di semplificare e favorirvi l'accesso da parte delle imprese, in linea con le iniziative promosse in sede europea a partire dal "Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union" del 10 giugno 2020.

Per favorire la transizione tecnologica del settore finanziario, nel corso del 2021, l'Istituto ha prestato supporto al Ministero dell'Economia e delle Finanze ai fini della predisposizione del Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 30 aprile 2021, n. 100, sulle condizioni e le modalità di svolgimento di una sperimentazione relativa alle attività FinTech (cosiddetto Decreto *Sandbox*). Per dare concreto avvio alla *Sandbox* regolamentare, la Consob ha quindi adottato il nuovo regolamento recante la disciplina dei procedimenti per l'emanazione dei provvedimenti individuali previsti dal citato Decreto. Dall'agosto 2021 al 15 gennaio 2022 si sono svolte 44 interlocuzioni con 25 aziende italiane ed estere e, fra queste, 15 imprese hanno presentato domanda di ammissione alla *Sandbox* nella prima finestra chiusa il 15 gennaio 2022.

È continuata l'azione di contrasto alla raccolta abusiva di risparmio attraverso siti web assegnata alla Consob con la legge 58/2019, che ha portato finora all'oscuramento di 720 siti abusivi, di cui 246 nel corso del 2021 e 120 nei primi 5 mesi dell'anno in corso.

Nel 2021 l'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF), operante presso la Consob dal 2017, ha concluso 2.119 procedimenti e riconosciuto i diritti dei risparmiatori coinvolti in 1.138 casi su 1.650 decisioni di merito.

È proseguita un'intensa attività di vigilanza e istruttoria in connessione con l'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea e a valere sul 2021 sono state concesse autorizzazioni a 69 imprese di investimento, a cui se ne aggiungono 14 nel 2022, per la maggior parte riguardanti la possibilità di continuare a operare in Italia per le imprese britanniche che lo hanno richiesto.

Lo scorso anno si è accresciuta l'attività di cooperazione internazionale, che si è articolata in 223 nostre richieste avanzate e in 203 ricevute, anche nell'ambito di 40 accordi di cooperazione bilaterali e multilaterali attivi con le autorità di Stati membri europei e di paesi terzi.

Dal febbraio 2022, a seguito dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, l'Istituto ha rafforzato il monitoraggio sui mercati e sul rispetto delle misure restrittive adottate a livello europeo e nazionale, in coordinamento costante con le altre autorità nazionali e con le autorità presenti in ESMA (*European Securities and Markets Authority*) e in IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*).

Infine, nel 2021 sono giunte a maturazione due importanti iniziative sperimentali di applicazione dell'Intelligenza Artificiale, parte di un Piano di informatizzazione dei servizi Consob, condotte da un nucleo interno altamente specializzato in collaborazione con esperti dell'Università La Sapienza di Roma e della Scuola Normale Superiore di Pisa. Sono stati creati algoritmi di lettura automatizzata dei documenti sintetici di informazioni (KIDs) utili per orientare il risparmiatore verso investimenti consapevoli in prodotti finanziari e delle informazioni statistiche sulle operazioni effettuate nel corso di eventi *price sensitive* per individuare eventuali abusi di mercato.

La *Relazione* integrale è pubblicata sul sito web della Consob ([www.consob.it/web/area-pubblica/relazione-annuale](http://www.consob.it/web/area-pubblica/relazione-annuale)).

## 2 Un anno di ripresa dell'economia e della fiducia nel futuro

I due fattori sui quali poggiano il benessere e la stabilità reale e finanziaria del Paese, le esportazioni e il risparmio, hanno registrato un buon andamento anche nel 2021. A essi se ne è aggiunto un terzo, non meno importante, la ripresa della fiducia nel futuro, a seguito principalmente del successo registrato dalla lotta alla pandemia e dall'avvio dell'iniziativa Next Generation EU, che ha operato come una forza maieutica della volontà di ripresa latente nel Paese. L'insorgere dell'inflazione e, ancor più,

l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia hanno gettato pesanti ombre sulle prospettive favorevoli che si erano delineate e hanno riportato indietro le condizioni di stabilità monetaria, oltre a quelle di una civile convivenza internazionale basata sulla reciproca comprensione e su un dialogo costante tra popoli, statuite dalla Dichiarazione universale dei diritti umani dell'ONU e ben ribaditi dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea.

Auspichiamo che si ristabiliscano pacifiche relazioni internazionali che consentano nuovamente alle merci di muoversi liberamente, fermando le armi. Nonostante i molti difetti, la globalizzazione ha consentito il miglioramento dello standard di vita di larghe fasce della popolazione mondiale, riducendo in misura significativa la povertà; si preferisce invece sottolineare che essa ha favorito l'espandersi della ricchezza di pochi, un risultato socialmente insoddisfacente, ma non nuovo nella storia dello sviluppo reale dei paesi del mondo. Dal secolo scorso la correzione delle distorsioni distributive del prodotto e dei redditi è stata affidata, all'interno dei paesi, a un progressivo intervento degli organi della democrazia e, a livello internazionale, all'assistenza tra Stati e da parte delle ONG, che hanno però operato nel complesso in modesta misura. L'insieme di queste decisioni è stato propiziato da un felice incontro tra i progressi conoscitivi della teoria economica e quelli maturati nella coscienza democratica, con qualche asimmetria applicativa a favore di quest'ultima, come testimoniato dalla ingente crescita dei debiti pubblici.

### **3 Importanza per l'Italia delle liberalizzazioni e della globalizzazione degli scambi**

Attraverso gli scambi internazionali l'Italia è riuscita a entrare nel novero dei paesi più sviluppati e ad affrontare le gravi crisi internazionali che si sono susseguite nell'ultimo mezzo secolo, a cominciare dall'intensificarsi delle condizioni oligopoliste dell'offerta delle fonti di energia che hanno portato a un aumento strutturale del prezzo del petrolio fin dall'inizio degli anni 1970.

Dopo la crisi globale del 2008, sempre facendo leva sulle esportazioni e sul risparmio, la nostra economia è riuscita a raggiungere una bilancia economica con l'estero strutturalmente

in attivo, condizione a lungo ricercata in passato per superare l'accusa che il Paese visse al di sopra delle proprie risorse; questo successo si è accompagnato a una posizione patrimoniale anch'essa in attivo nei confronti del resto del mondo, unendosi a una ristretta cerchia di paesi retti da sistemi politici misti di libero mercato e di *welfare state*. Gli italiani investono i propri risparmi all'estero in misura maggiore di quanto non facciano gli stranieri in Italia, un'altra tappa del percorso per portare più risorse finanziarie alle nostre attività produttive.

L'andamento positivo delle esportazioni italiane è frutto di una lunga maturazione delle nostre imprese che hanno saputo creare un clima di loro indipendenza dai condizionamenti posti dai fattori di debolezza del Paese e beneficiare delle opportunità offerte dal mercato globale e dalle incalzanti innovazioni tecnologiche, spesso da esse stesse ideate; a questi eccellenti risultati ha contribuito, negli ultimi anni, una buona disponibilità di risparmio a basso costo.

Tra le imprese esportatrici quelle che hanno saputo interpretare l'importanza dei mercati regolamentati per il proprio sviluppo hanno ricevuto un ulteriore beneficio sotto forma di incremento del loro valore asseverato dal mercato, il quale si presenta più facilmente mobilitabile in tutto o in parte, qualora da esse desiderato o gradito dagli investitori.

Il capitale produttivo delle imprese quotate ha oggi un rapporto prezzo/utile di gran lunga superiore a quello del 2008, con effetti positivi che si riflettono sull'analogo rapporto di quelle non quotate nei mercati ufficiali, ma a valori scontati per la minore mobilità dei loro titoli di proprietà. Il passaggio ai mercati regolamentati della valutazione delle imprese resta un obiettivo da perseguire per la collettività, il cui raggiungimento è sospinto dai vantaggi che offre l'investimento azionario per il binomio profittabilità delle imprese e liquidabilità dei titoli.

A coloro che gestiscono le risorse reali spetta il compito di collaborare nella ricerca di un equilibrio della distribuzione del prodotto tra capitale e lavoro, parte ineludibile della loro funzione sociale, ma anche strumento per raggiungere uno sviluppo sostenibile tra domanda e offerta a livello macroeconomico, che rappresenta un obiettivo di diretto interesse. Su di loro grava anche

il compito di interiorizzare nei programmi produttivi e, di conseguenza, nell'organizzazione di impresa, la tutela ambientale. La soddisfazione di questa esigenza investe le competenze Consob, da attuarsi entro il quadro di un programma europeo più ampio, rilanciato con il Piano di azione della Commissione europea sulla finanza per la crescita sostenibile, sui cui contenuti è in stato avanzato la messa a punto delle norme che le imprese dovranno rispettare per incorporare istanze che vanno ben oltre il corretto svolgersi della finanza c.d. *green*, investendo problemi sociali e di *governance* societaria, noti con l'acronimo ESG (*Environmental, Social and Governance*).

L'iniziativa imprenditoriale e l'intervento pubblico hanno anche attenuato taluni squilibri nella distribuzione territoriale della produzione e del reddito, particolarmente accentuati nella dotazione esistente di infrastrutture economiche e sociali. I progressi in questa direzione appaiono tuttora lenti, con momenti di riapertura del divario esistente come quello in cui viviamo, ma le decisioni prese in sede di attuazione del PNRR e le provvidenze previste a livello europeo per le aree in ritardo aprono uno scenario positivo per le popolazioni residenti, che la politica dovrà dimostrare di saper cogliere con un'efficace collaborazione a livello centrale e locale.

Nel più recente periodo, il superamento delle difficoltà finanziarie e degli *shock* dell'offerta è stato assecondato da politiche monetarie permissive, rese possibili da un andamento dei prezzi tendenzialmente deflazionistico a livello globale. In presenza di un'abbondante liquidità, la spinta di una domanda aggregata interna e mondiale vogliosa di esprimersi e l'allentamento dei vincoli all'offerta posti dal Covid hanno causato un aumento dei prezzi di molte materie prime, soprattutto delle fonti di energia, che hanno dato vita a una ripresa dell'inflazione; questa, di fronte ai nuovi vincoli all'offerta causati dal conflitto bellico in Ucraina, ha rafforzato la spinta da costi sui mercati dei fattori, alimentando i rischi di instabilità sociale e di squilibri del mercato finanziario.

Le incertezze che gravano sul futuro sono tali da trasformare ogni previsione economica in pura congettura; in queste circostanze sarebbe consigliabile astenersi dal formulare ipotesi su come andrà l'economia e dedicare invece maggiori cure

al miglioramento delle istituzioni, per renderle capaci di assorbire gli *shock* sul piano economico e sociale al fine di dare basi solide alla fiducia nel futuro. È ciò che si va tentando, ma l'intreccio tra i bisogni nascenti dagli andamenti della congiuntura e le necessità di ammodernamento delle infrastrutture tangibili e intangibili ereditate dal passato distrae l'attenzione e l'impegno dei cittadini verso i primi e rallenta, perfino ostacola, il processo di adattamento delle seconde. Si rende necessario un maggiore impegno di comunicazione per spiegare l'importanza delle riforme istituzionali rispetto agli interventi assistenziali, che alleviano singole situazioni senza risolvere alla radice le crisi.

#### **4 Per tutelare il risparmio dall'inflazione non si possono attivare gli strumenti tradizionali in misura sufficiente**

Un bravo maestro, Karl Brunner, insegnava ai suoi allievi che il problema dell'inflazione è non averla, ma se per un qualsiasi motivo si incappa in essa, il problema diviene come uscirne senza creare danni irreparabili. Se sul piano teorico non esiste consenso sul da farsi, su quello pratico è ormai chiaro che l'orientamento prevalente rifiuta il ricorso a strette monetarie o fiscali della dimensione necessaria per incidere significativamente sull'inflazione e preferisce un approccio graduale e moderato, affidando a politiche fiscali compensative la cura degli effetti delle crisi; queste ultime, ancorché socialmente comprensibili, sfociano in aumenti di spesa pubblica finanziata con maggiore debito, giustificando talvolta la scelta con la riduzione del rapporto con il PIL, ignorando che ciò accade per l'aumento del suo valore nominale.

Né appaiono efficaci e praticabili operazioni di finanza straordinaria che peggiorano la situazione perché sono difficili da decidere, richiedono tempi lunghi per essere attuate e contribuiscono ad aumentare le incertezze esistenti, finendo con accrescere le instabilità finanziarie e sociali.

Anche le politiche protezionistiche, sovente invocate, non sono efficaci, perché poggiano sui vicini prossimi e meno prossimi il peso degli aggiustamenti ricercati, senza portare quei benefici

sulla distribuzione dei redditi alla quale si vorrebbe con esse porre rimedio.

Il mondo vive oggi in una difficile condizione che comporta per i cittadini sacrifici, i quali, per essere superati, richiedono di raggiungere unità di intenti a livello nazionale e un più stretto coordinamento internazionale, condizioni difficili da aversi in presenza di tensioni politiche interne e geopolitiche.

Ne consegue che si deve trovare una via alternativa per impedire che l'inflazione, la tassa iniqua che viola i principi fondanti della democrazia, colpisca la stabilità finanziaria e reale, erodendo i due pilastri su cui si basa la nostra crescita e il *welfare*.

## **5 Una proposta alternativa a una stretta di politica monetaria e fiscale: un portafoglio che si auto-protegga dall'inflazione**

Lo scorso anno il risparmio italiano ha registrato ancora una buona tenuta, ma i primi indizi per il 2022 manifestano segni di cedimento dei flussi. È anche emersa con chiarezza la tendenza, che ha mostrato nel corso del 2021 una netta accelerazione, a investire in strumenti speculativi e in mercati esteri, scelte non sempre basate su criteri razionali. Affidare al solo mercato la cura di queste attitudini, non di rado sollecitate da previsioni che la realtà si è data carico di smentire, potrebbe causare gravi conseguenze economiche e sociali, oltre a porsi in contrasto con il dettato costituzionale che considera il risparmio un bene pubblico.

Un primo passo da compiere, che rientra tra gli obiettivi ricordati in apertura perseguiti dalla Consob, ma divenuto urgente da intraprendere, è incanalare il risparmio verso le iniziative produttive delle imprese di ogni dimensione. È pur vero che la stretta relazione che si era stabilita tra politica monetaria e andamenti dei mercati regolamentati va causando fluttuazioni di valore delle imprese che scoraggiano siffatti investimenti, ma va emergendo una più stretta e sana relazione tra quotazioni e profitti, sui quali l'inflazione opera in via favorevole, perché gli aumenti di prezzo interessano il mercato globale e non incidono in profondità sulle ragioni di scambio tra imprese nazionali e

internazionali. L'inflazione colpisce soprattutto i consumatori finali le cui risorse provengono da redditi sostanzialmente fissi e i risparmiatori che hanno investito in titoli di credito.

Il rafforzamento della componente rappresentativa dell'attività produttiva verso cui dirigere i risparmi trova validazione giuridica nell'art. 47 della Costituzione dove è detto che la protezione si ottiene con l'incoraggiamento "*diretto e indiretto all'investimento azionario del risparmio popolare nei grandi complessi produttivi del Paese*". Questi investimenti offrono una robusta base per un *welfare* integrativo e autogestito dai membri di una società a bassa produttività e fertilità; affrontare l'invecchiamento della popolazione con un sistema pensionistico per la gran parte ancorato a metodi di ripartizione solidaristici non pare adatto allo scopo di ben servire il ciclo vitale dei cittadini e garantire la stabilità macroeconomica reale e finanziaria.

Un secondo passo è creare portafogli che auto-proteggano i risparmiatori dall'inflazione, nel cui ambito gli investimenti in titoli di proprietà svolgono una funzione primaria. La proposta prevede una composizione equilibrata tra attività mobiliari e immobiliari, affidando la redditività agli andamenti dell'economia reale, così alleggerendo la politica monetaria del peso di manovre inusuali sui tassi dell'interesse. Le soluzioni tecniche possono essere diverse e la politica avrebbe il compito principale di creare la struttura giuridica di accoglimento più idonea, per dare vita a un meccanismo protettivo del risparmio che soddisfi il dettato costituzionale.

Va osservato che un equilibrio dimensionale tra attività mobiliari e immobiliari è già presente nelle consistenze aggregate del nostro risparmio, nonostante esse non siano sottoposte alle stesse regole, soprattutto, ma non esclusivamente, tributarie. Vi è cioè una spinta innata nei comportamenti di risparmio delle Famiglie e delle Imprese italiane, dato che le due componenti hanno sempre proceduto in modo abbastanza equilibrato, nonostante le ampie differenze di loro trattamento e i ritardi nella riqualificazione degli immobili in ordine alla sostenibilità. Un analogo tentativo intrapreso a livello europeo, sia pure circoscritto, ma integrabile con la proposta avanzata, è quello dei Fondi di

investimento a lungo termine (ELTIF) e dei Piani individuali di risparmio (PIR), questi ultimi attuati in particolare in Italia.

La capacità auto-protettiva dall'inflazione di un siffatto portafoglio sarebbe ancora più efficace se il risparmiatore decidesse, in modo equilibrato rispetto all'euro, i suoi investimenti denominati in valute estere usate per le esportazioni.

Ovviamente emissioni di BTP indicizzati all'inflazione interna, come quella programmata per questa settimana, sono ben gradite dai risparmiatori perché proteggono per un lungo periodo il valore reale dell'investimento, testimoniando fiducia nella solidità del debito pubblico e ricevendo conferma, da parte delle autorità, della fondatezza dell'istanza protettiva qui caldeggiata.

La *ratio* della proposta poggia sul fatto che le attività mobiliari con un rendimento inferiore al saggio dell'inflazione patiscono una perdita di potere di acquisto, mentre quelle immobiliari di norma presentano aumenti di valore.

La soluzione proposta ha il vantaggio di non porre maggiori gravami sul bilancio dello Stato e sarebbe in linea con il dettato costituzionale che incoraggia e tutela il risparmio "*in ogni forma*" e "*favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione*" e "*alla proprietà diretta coltivatrice*"; quest'ultima destinazione va valutata alla luce dei successi registrati dalle esportazioni di prodotti agroalimentari, frutto di iniziative cresciute nel tempo a seguito dell'attuazione di questo specifico indirizzo costituzionale.

Sui modi per tutelare il risparmio e sulla considerazione che questo sia un obiettivo politico primario, le dispute datano dai lavori della Costituente e non mostrano di volersi attenuare. Il riferimento d'obbligo in materia, unitamente alla giustizia distributiva del carico tributario, sono gli scritti e l'impegno politico di Luigi Einaudi, che intendiamo ricordare come un nostro grande maestro.

Il baluardo protettivo eretto nel dopoguerra per il risparmio mobiliare era stato individuato nell'assegnare alla nostra banca centrale il compito di difendere il potere di acquisto della lira godendo di indipendenza nelle scelte monetarie. Le vicende istituzionali e le crisi che si sono susseguite dalla fine dell'Accordo

di Bretton Woods (1971) hanno reso più complicato l'assolvimento di questo compito per la nostra banca centrale, le cui scelte vanno oggi temperate con quelle delle altre banche centrali nazionali presenti nella BCE e con le condizioni prevalenti sul mercato globale.

Un primo calcolo sulla fondatezza delle ipotesi sottostanti alla proposta avanzata indica che, dal 2008, anno della crisi finanziaria globale, al 2021, l'inflazione ha inciso il potere di acquisto del risparmio finanziario italiano nell'ordine complessivo del 16% (dati Istat), a cui si aggiunge la caduta di valore dei nostri immobili del 12% (dati BRI). Se il portafoglio esistente avesse avuto le caratteristiche proposte, la perdita complessiva sarebbe stata del 14%, in parte recuperata se fosse stata seguita una composizione valutaria equilibrata; infatti, tenendo conto che nel periodo considerato il dollaro si è rivalutato del 23% rispetto all'euro, un portafoglio la cui metà delle attività fosse stata denominata nella valuta americana avrebbe ridotto la minusvalenza indicata al 2,5%, agendo in direzione dell'auto-protezione.

Nello stesso periodo, i salari hanno registrato una protezione soddisfacente, essendo le retribuzioni orarie cresciute mediamente del 21% (dati Istat), recuperando interamente l'inflazione e beneficiando della pur bassa produttività media del lavoro (3,8%). Le sette categorie di pensioni erogate sono mediamente cresciute del 34% (dati INPS); questa percentuale induce a reiterare la richiesta che, in un'economia contraddistinta da distribuzioni di frequenza fortemente asimmetriche, le medie andrebbero accompagnate da indicatori di curtosi per valutare se esse rappresentano correttamente il fenomeno osservato.

Gli andamenti del biennio 2020-2021, tormentati da vincoli dell'offerta per motivi sanitari, accreditano ancor più la validità della proposta avanzata, evidenziando che il meccanismo compensativo tra incidenza dell'inflazione sui beni mobiliari e aumento di valore degli immobili presenta le caratteristiche ipotizzate, anche in assenza di una politica che miri a parificarne il trattamento. I primi dati per il 2022, anch'essi interessati da vincoli dell'offerta a seguito dell'invasione dell'Ucraina, mostrano come noto un'inflazione crescente, prezzi degli immobili in

aumento, dollaro ancora in lieve crescita rispetto all'euro, salari orari stazionari e valori azionari in flessione.

## **6 Il circolo virtuoso che si crea incentivando e tutelando il risparmio**

L'attuazione della proposta avanzata di una politica di incentivazione e tutela del risparmio rappresenterebbe una risposta concreta alla necessità e alla volontà, ripetutamente espresse di indirizzarlo verso l'attività produttiva, in quanto lo incanalerebbe verso la formazione di nuovo capitale, dato che a ogni investimento mobiliare, che incorporerebbe i titoli di proprietà e di debito delle imprese produttive, corrisponderebbe un ammontare proporzionale di investimenti immobiliari, i quali storicamente hanno avuto un ruolo trainante nelle fasi di ripresa produttiva e occupazionale. Nella soluzione proposta, il capitale finanziario e quello produttivo sarebbero le due facce di una stessa medaglia presente in ciascun portafoglio liberamente costituito, con effetti positivi sul quadro macroeconomico.

Così facendo si potrebbe anche ottenere la riduzione di quella parte della finanza che genera rendite dissociate dall'andamento dell'economia reale e rilanciare quella che spinge la produttività, il fattore trainante di un'economia aperta alla concorrenza, come quella italiana.

La tutela del credito è un altro obiettivo espressamente indicato nel dettato costituzionale, la cui destinazione a favore dello sviluppo è giuridicamente ed economicamente concatenata con quella di incentivare e tutelare il risparmio. Un serio tentativo di trovare una piena soddisfazione dei valori costituzionali in materia risale al 2005 con la legge n. 262, che aveva previsto la creazione di una Commissione per la tutela del risparmio e di un Fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori, governati da principi fissati da uno Statuto dei risparmiatori e degli investitori. Le deleghe di attuazione al Governo e al Parlamento sono scadute essendo trascorsi i tempi previsti dalla legge, anche perché il compito è stato in larga parte intrapreso e integrato dall'Unione Europea. A seguito delle urgenze create da alcune gravi crisi finanziarie, il Fondo di garanzia è stato sostituito dall'uso del Fondo

dei conti dormienti e, di seguito, dall'avvio del Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori, gestito dall'ACF, alle cui risorse attinge anche l'iniziativa per incrementare l'indispensabile educazione finanziaria.

In conclusione, l'insieme delle iniziative esaminate, integrate da una politica orientata alla creazione individuale e di sistema di un portafoglio che auto-protegga i risparmi, potrebbe contribuire a stabilire solide basi per la ripresa della fiducia nel futuro, innestando un circolo virtuoso dello sviluppo economico e della stabilità sociale.

## **7 Chiarire il quadro istituzionale entro cui opereranno la moneta e le attività finanziarie in contabilità digitale centralizzata o criptata decentralizzata**

Negli ultimi lustri i problemi monetari e finanziari da risolvere si sono ancora più complicati per il proliferare delle molte forme mobiliari virtuali, che hanno preso avvio con i *Bitcoin* e si sono moltiplicate sotto il nome, divenuto ormai generico, di *cryptocurrency*. All'atto della nascita esse sono attività di portafoglio prive di un amministratore e contabilizzate in modo decentrato su reti di computer che collegano direttamente i possessori. Sul loro disordinato sviluppo quantitativo, ottenuto su basi prevalentemente convenzionali tra privati e con le ibridazioni da esse effettuate di molti strumenti di finanza tradizionale (derivati, credito, obbligazioni e simili), la Consob, la Banca d'Italia e l'IVASS si sono pronunciate con avvertimenti rivolti agli investitori sui rischi corsi, collaborando con le autorità nelle sedi in cui l'argomento viene esaminato a fini regolamentari.

Al di là delle scelte da fare per il trattamento degli strumenti virtuali e delle tecniche usate, necessita anche definire un inquadramento istituzionale complessivo dei problemi insorti, che sollecita la convocazione di una Conferenza internazionale per ristabilire un buon funzionamento del sistema monetario e finanziario globale o, quanto meno, di quella parte del mondo disposta a collaborare in questa direzione. In tal senso si è pronunciato il Presidente Ashley Alder della IOSCO, di cui Consob fa parte fin dalla sua nascita. La stessa indicazione è stata data dal

neo Direttore degli affari finanziari e delle imprese dell'OCSE, Carmine Di Noia, in attuazione di una *Raccomandazione* approvata dal Consiglio dell'Istituzione sulle tecnologie di contabilità criptata e decentrata.

Nella recente riunione dei Ministri finanziari del G7 è stata ribadita l'urgenza di una regolamentazione delle diverse forme e degli usi di *cryptocurrency*, fornendo la precisa indicazione che gli strumenti virtuali devono essere trattati come quelli tradizionali, le cui regole sono frutto di oltre un secolo di esperienze e affinamenti tuttora validi.

Concordiamo con la necessità di convocare una Conferenza internazionale, che abbia in agenda l'inclusione del mercato delle *cryptocurrency* nella normazione esistente, ma non trascuri il recepimento delle tecniche contabili innovative usate dalla finanza.

L'obiettivo di raggiungere assetti di mercato e giuridici per gli strumenti virtuali che ricalchino le soluzioni tradizionali – la verifica della condotta del mercato attraverso la concessione di autorizzazioni, l'applicazione delle norme di vigilanza, l'irrogazione di sanzioni amministrative e le interazioni con la magistratura civile e penale – è di più facile portata rispetto alla loro integrazione con le tecnologie contabili decentrate e informatiche che tutti gli operatori, dopo un periodo di esitazioni e valutazioni, hanno ormai recepito o hanno in programma di fare. Esse hanno generato nuove applicazioni da parte dei più abili e accresciuto l'opacità del mercato, con talune significative espropriazioni dei risparmi investiti. Su questi problemi si è appuntata l'attenzione delle autorità pubbliche nelle diverse fattispecie di regolatori, vigilanti e magistrati, che incontrano però difficoltà di regolazione e giudizio per la fuggevolezza dei mezzi usati, preferendo concentrarsi sui comportamenti seguiti.

Anche tenendo conto delle forti spese di impianto che richiede il loro accoglimento, l'uso delle nuove tecnologie offre potenziali vantaggi, quali la riduzione dei tempi e dei costi di custodia e negoziazione delle attività monetarie e finanziarie, nonché la certezza e immutabilità delle registrazioni contabili connesse, che garantiscono un grado di impenetrabilità da attacchi esterni più elevato rispetto alle attività tradizionali. Dopo la crisi

finanziaria globale del 2008, si è sommato, da parte degli operatori, gestori e risparmiatori, un desiderio di indipendenza dai certificatori ufficiali di mercato. Le diverse forme di contabilità decentralizzata (DeFi) e di tecnologie finanziarie (FinTech) formano universi che si intersecano, dove l'evoluzione più rapida delle prime induce a ritenere che a esse si debbano dedicare particolari attenzioni normative; ciò equivale a riconoscere che non può esservi normazione degli strumenti virtuali tecnologicamente neutrale, anche se le innovazioni sono incalzanti e impegnano privati e autorità a seguirne l'evoluzione.

Questa complessa realtà è esaminata con la tradizionale chiarezza nel documento pubblicato alla fine della scorsa settimana dalla Banca d'Italia riguardante le tecnologie decentralizzate nella finanza e le diverse forme delle cripto-attività, al quale rimandiamo.

Alla luce dei progressi nelle capacità di creare gigantesche raccolte di dati digitalizzati secondo un linguaggio unificato facile da usare facendo ricorso a computer sempre più potenti, capaci di elaborarli velocemente con i metodi offerti dalla scienza dei dati in rapida evoluzione, l'informatica, sono le innovazioni tecnologiche il vero problema da tenere presente nel decidere un adattamento rapido della regolamentazione, anche in vista dei progressi attesi dall'applicazione di logiche quantistiche.

Come testimonia il citato documento della Banca d'Italia, i progressi conoscitivi sugli strumenti virtuali e sui loro intermediari o prestatori di servizi in materia hanno raggiunto un livello soddisfacente per procedere a una regolamentazione. Permane però una confusione nascente dall'uso indistinto del termine digitalizzazione. Se lo scopo della nuova normativa fosse quello di passare a una mera computerizzazione digitalizzata dell'intera attività monetaria e finanziaria, peraltro già in avanzato corso di applicazione, senza regolare le tecnologie contabili criptate e decentralizzate usate per ottenere le informazioni necessarie alle autorità di vigilanza, l'opacità del mercato peggiorerebbe e, di conseguenza, ne patirebbe l'efficienza allocativa delle risorse che ci attendiamo da contrattazioni trasparenti e ben regolate.

Una volta chiarito se moneta e strumenti finanziari verranno tenuti in contabilità centralizzate o decentralizzate in

forma digitale, considerando esplicitamente le diversità tra la contabilità concatenata a blocchi dei *Bitcoin (blockchain)* e quella articolata in diversi modi delle altre *crypto (DLT)*, il passo ulteriore da compiere è il trattamento delle informazioni facendo ricorso alle tecniche di Intelligenza Artificiale, che forniscono una base oggettiva, accertabile e non modificabile alle gestioni di portafoglio di ogni tipo, comprese quelle del tipo qui proposto.

Il quadro delle decisioni normative da prendere passa dal chiarimento sulla forma pratica che assumeranno alcune componenti di base del mercato monetario e finanziario tradizionale, come la trasformazione della moneta in CBDC (*Central Bank Digital Currency*), l'esistenza degli *stablecoin* e la diffusione dei titoli tokenizzati. Non intendiamo qui proporre una specifica soluzione, ma un chiarimento sulla forma che verrà decisa, non necessariamente accompagnata da una spiegazione del perché della scelta, non potendoci illudere, come la storia monetaria insegna, che essa verrà validata solo dopo una fase di sperimentazione pratica.

Nei numerosi documenti prodotti dalle autorità non emerge una risposta univoca sulle caratteristiche morfologiche che assumerà la CBDC, a livello nazionale o di area monetaria e, soprattutto, nei pagamenti internazionali. In particolare, non è chiarito quale tecnologia di contabilità DLT verrà usata; di frequente, nelle discussioni e nelle proposte di regolamentazione viene dato per scontato che le contabilità decentralizzate, certamente le più diffuse, non siano quelle concatenate a blocchi impenetrabili dei *Bitcoin*; tuttavia, se questi sono presenti negli strumenti complessi virtuali o ibridati con i tradizionali, la tecnica del trattamento contabile va espressamente considerata, al fine di garantire l'esistenza di un "nodo" che consenta alle autorità di raccogliere informazioni per trasferire la loro trasparenza interna e correggere l'opacità esterna. Questo aspetto del problema non è l'unico che richiede un urgente chiarimento.

Infatti, se verrà deciso che la moneta virtuale sarà un integrale sostituto dell'attuale base monetaria e relativa moneta fiduciaria, i depositi bancari uscirebbero dal circuito di creazione monetaria che compongono la M2. Le banche continuerebbero a gestire, se autorizzate e se vorranno, il sistema dei pagamenti e i

risparmi che a esse affluiranno, ma dovranno competere con le piattaforme tecnologiche esistenti, che sono meglio attrezzate e organizzate sul piano digitale e informatico.

Qualunque sia la scelta, una legislazione pubblica in materia ristabilirebbe il monopolio monetario e potere normativo degli Stati e dei loro accordi internazionali, oggi lasciati in misura significativa alla volontà degli operatori in *cryptocurrency*, che si sono dati proprie regole, accettate spontaneamente dalla clientela, e si sono spinti fino a fissare i criteri di diretta gestione degli eventuali conflitti da parte delle stesse piattaforme, espropriando la magistratura statale. Gli investitori mostrano di apprezzare i servizi di questi intermediari, nonostante le gestioni siano poco trasparenti, ma esse possono celare comportamenti illeciti e le tecnologie usate vulnerabilità, come attestano recenti episodi di truffe e hackeraggio. Si spera che i detentori di strumenti virtuali siano coscienti di assumersi interamente siffatte responsabilità, anche se essi possono invocare il coinvolgimento delle autorità sulla base della constatazione che interventi pubblici parziali hanno legittimato la presenza sul mercato delle *cryptocurrency* e la loro ibridazione degli strumenti tradizionali.

Un più esteso ricorso all'Intelligenza Artificiale consentirà una più solida base di controllo dell'operato di tutti gli operatori di mercato, banche comprese, che non andrà solo a vantaggio degli intermediari o gestori di servizi finanziari, ma anche dei risparmiatori e della collettività nel suo complesso.

Se, come si sente ripetere in modo contraddittorio, gli *stablecoin* venissero legittimati e le banche se ne avvalessero, la normativa *in fieri* richiederà ancora più profondi mutamenti, dovendo includere il trattamento delle riserve di stabilità; a tal fine, tornerà utile tenere conto dell'esperienza esauritasi nel 1971 di governo pubblico della moneta fiduciaria convertibile in strumenti metallici (oro e argento) e di quella ancora in atto delle riserve matematiche delle assicurazioni. La recente crisi di due tra le più importanti società che trattano gli *stablecoin* testimonia l'equivoco in cui versa il concetto di stabilità applicato alle *cryptocurrency* e la potenziale gravità di mantenere irrisolto il problema di una loro regolamentazione inclusiva delle forme assunte e delle tecniche usate.

L'uso delle tecnologie contabili innovative nella forma di tokenizzazione degli strumenti finanziari tradizionali solleva minori problemi e presenta maggiore utilità, ma anch'essa necessita di una precisa definizione di norme per il loro inserimento nel quadro esistente della regolamentazione di mercato e societaria. Anche per queste forme virtuali resta determinante l'attribuzione alle autorità delegate alla vigilanza del potere di entrata nel circuito decentrato per vigilarne l'attività. Una volta chiarita la morfologia istituzionale che assumeranno la moneta delle banche centrali e la raccolta delle banche commerciali, l'integrazione tra attività tradizionali e tecnologie contabili innovative appare più facile per cogliere i vantaggi delle innovazioni tecnologiche applicate alla finanza.

In Italia, quella che può essere considerata la prima iniziativa di tokenizzazione, avente valore sperimentale, ha assunto forma prudenziale, con un'emissione di certificati tradizionali replicati simultaneamente in veste virtuale (*mirrored*); già si intravedono esperimenti che vanno ben al di là dell'ibridazione degli strumenti tradizionali a opera di quelli virtuali, se si affermasse la tokenizzazione dei beni immobiliari, come annunciato da una primaria banca operante a livello globale; la decisione apporterebbe un contributo positivo alla proposta qui avanzata di creare portafogli auto-protettivi dall'inflazione. Se così accadesse, si avrebbe il trasferimento di una parte importante del risparmio reale nell'infosfera, i cui sviluppi si propongono di abbracciare ogni aspetto della vita economica e sociale di chi vorrà aderire.

## **8 La ridefinizione conseguente dei compiti della Consob**

Un chiarimento su tutti questi aspetti dei problemi applicativi delle tecnologie contabili virtuali e della morfologia conseguente degli assetti monetari e finanziari rappresenta la base indispensabile per adeguare i compiti e l'organizzazione di tutte le istituzioni di vigilanza dei mercati mobiliari; ovviamente anche della Consob, già sottoposta a un continuo impegno per seguire la crescente complessità dei mercati e l'espansione interna e

internazionale della normativa, in una situazione di scarsità delle risorse finanziarie che affluiscono in via ordinaria e hanno registrato una riduzione a seguito delle difficoltà in cui, salvo pochi mesi di sosta, l'attività economica del Paese si dibatte da oltre due anni.

La Consob ha attualmente il compito principale di assicurare la trasparenza delle operazioni che si svolgono sul mercato finanziario oggetto di sua vigilanza e la correttezza dei comportamenti degli operatori del mercato, intesi non solo come verifica della coerenza rispetto alla normativa vigente, ma anche come modo per incorporare le istanze della creazione di valore condivisa per intraprendere in via stabile un sentiero di sviluppo sostenibile.

I principi che reggono l'attività della Consob hanno radici nell'epoca in cui la distinzione tra moneta e finanza era abbastanza semplice e chiara. Le banche svolgevano quasi esclusivamente funzioni di raccolta della maggior parte del risparmio sotto forma di depositi, beneficiando delle garanzie offerte, dalle funzioni di prestatrici di ultima istanza all'esistenza di un meccanismo risolutivo delle crisi e di protezione dei depositi, accompagnate da una ben dotata attività di vigilanza. Quel contesto è cambiato a seguito dei passaggi normativi incentivanti le nuove forme di gestione finanziaria del risparmio, dai Fondi comuni di investimento istituiti nel 1983 alla trasformazione del regime bancario dalla specializzazione alle forme universali decisa nel 1993 alla confluenza della lira nell'euro approvata nel 1998 e alla crescente liberalizzazione degli scambi monetari e finanziari, soprattutto nell'UE.

L'impulso alla crescita dell'attività del mercato finanziario proveniente da questi e da altri mutamenti nell'architettura globale della finanza ha permesso all'Italia di raggiungere in particolare i significativi risultati già ricordati nei rapporti reali e finanziari con l'estero, con positivi riflessi interni, che ora si devono confrontare con le nuove tendenze isolazionistiche dei paesi dalla concorrenza globale e gli effetti dovuti al crescente sviluppo quantitativo e qualitativo degli strumenti virtuali.

Nel nuovo contesto, il problema istituzionale da risolvere va oltre le forme di regolamentazione della creazione, negoziazione

e contabilizzazione dei nuovi strumenti e degli intrecci che essi hanno stabilito con le attività tradizionali, e investe i ruoli delle diverse autorità di vigilanza del mercato mobiliare, non solo all'interno, ma anche a livello europeo, per definire i contenuti della costituenda Unione europea dei mercati nazionali dei capitali rispetto a quelli delle istituzioni di vigilanza già operanti; come pure sarà indispensabile conoscere l'assetto istituzionale che, di fatto o tramite accordi tra paesi, assumeranno gli scambi internazionali monetari, finanziari e reali.

## **9 Conclusioni: proteggere il risparmio, definire le regole della competizione tecnologica nella finanza e combattere la concorrenza normativa**

La situazione in cui viviamo si può considerare simile a quella descritta nella commedia *Gli Uccelli* di Aristofane, dove, tra i venditori di oracoli e di decreti, entra in scena Metone, l'astronomo, nonché matematico e filosofo greco del V secolo a.C.. Egli ricalcolò i cicli lunari con i pochi strumenti allora esistenti, che la leggenda popolare definiva con ironia "squadra ricurva" e "cerchio quadrato". Il dileggio andò anche oltre la commedia, perché Metone fu cacciato dall'Atene del tempo come un folle; questa condanna, per fortuna non più fisica, è sempre pendente sugli odierni metoniani che corrono i rischi propri dell'anticipare analisi economiche, tecniche innovative e proposte politiche in controtendenza alle norme esistenti e ai modi di pensare prevalenti.

Si dispone oggi di strumenti tecnici, frutto di una scienza decisamente più evoluta di quella ai tempi di Metone, che si avvale di computer sempre più potenti per accogliere linguaggi logici innovativi, ormai senza frontiere. Si tratta ora di creare e di utilizzare una riserva di professionisti capaci di usare nuove "squadre e cerchi" generati dall'inventività e dalle capacità realizzative simili a quelle del filosofo greco, che restano componenti indispensabili per il progresso umano; si può serenamente affermare senza retorica che queste qualità abbondano in Italia, come testimoniano le conquiste raggiunte dalle nostre imprese esportatrici e le posizioni apicali ricoperte da

molti giovani italiani sparsi nel mondo in imprese operanti nell'infosfera.

È ormai urgente definire le regole per un corretto e trasparente utilizzo delle innovazioni tecnologiche nella composizione dei portafogli mobiliari, come parte indispensabile della protezione del risparmio. Un passaggio importante è la definizione della morfologia che assumerà la moneta pubblica e se sopravviverà una moneta privata, individuando i riflessi della scelta che verrà fatta sull'attuale sistema bancario e finanziario.

Una parte significativa delle imprese italiane, soprattutto quelle che potrebbero irrobustire la gamma delle società quotate, si vanno spostando su borse o mercati finanziari esteri, perché attratte da vantaggi normativi offerti da altri paesi e non presenti nel nostro sistema o, più semplicemente, disincentivate dalla complessità amministrativa delle procedure richieste per accedere e permanere tra le quotate. È stato già indicato su quali linee si muove la Consob con le autorità competenti in vista di una semplificazione che freni un possibile deterioramento del nostro ecosistema finanziario e propizi un allargamento non solo dei mercati regolamentati. In questo ambito si va realizzando un proficuo ampliamento degli intermediari che intervengono in forme diverse per sostenere le imprese meritevoli di finanziamento, attraendo e ben investendo le risorse dei risparmiatori più lungimiranti.

L'accordo tra Borsa Italiana ed Euronext è una palestra in cui si dovrebbero manifestare le forze che mirano ad ampliare l'attività delle contrattazioni che avvengono su basi regolate e a far scomparire le specificità normative dell'Italia nel contesto europeo. Si sente giustamente ripetere che ciò non deve avvenire a seguito di un nostro adattamento alla competizione normativa da parte di mercati finanziari europei ed extraeuropei, ma deve contribuire a creare un campo di gioco livellato per tutti, dove il riferimento alla profittabilità delle imprese ottenuta con vantaggi normativi scompare, facendo emergere i contenuti della loro capacità di gestire le tecnologie innovative, oltre che le risorse di lavoro e finanziarie.

In questa azione complessa abbiamo tenuto consultazioni costanti con il MEF, la Banca d'Italia, l'AGCM, l'IVASS, la COVIP, la

Magistratura penale, civile e amministrativa, l'Avvocatura dello Stato, il Consiglio di Stato, la Guardia di Finanza, la Polizia postale e l'OCF e, in particolare, beneficiato della collaborazione del COMI, il Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori. A tutte queste istituzioni va la nostra più sentita riconoscenza.

Estendo il ringraziamento al personale che ha affrontato gli impegni di lavoro tra le difficoltà insorte negli ultimi due anni a seguito dei vincoli posti dalla pandemia sanitaria e dalla rapida evoluzione dei mercati. Rivolgo a tutti un invito ad affrontare con coraggio i cambiamenti necessari, per il proprio benessere e per quello dell'intero Paese.