

# CONSOB DAY

Incontro annuale con il mercato finanziario

Discorso del Presidente Mario Nava

Milano, 11 giugno 2018



---

# CONSOB

---

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA



- *Autorità, Signore e Signori Partecipanti, Studentesse e Studenti,*
- Grazie di essere intervenuti al CONSOB DAY. Come disse, famosamente, Tommaso Padoa-Schioppa, 20 anni fa esatti, nel lontano 1998, la Consob *«ritiene suo dovere rendere conto del proprio operato, oltre che al Governo e al Parlamento (...), anche ai soggetti sui quali esercita la vigilanza».*
- Il Presidente Mattarella *«invia a tutti i partecipanti dell'incontro il suo più cordiale e partecipe saluto e i migliori auguri di buon lavoro».*
- Come avrete intuito dall'invito, il format di quest'anno è improntato al tema del dialogo col mercato e al tema della diversità delle competenze presenti in Consob. Infatti, dopo il mio discorso ciascun Commissario approfondirà un tema specifico, secondo un'organizzazione che valorizza al tempo stesso la diversità e la complementarietà del Collegio.
- Davanti a noi Collegio dell'Autorità di mercato c'è una doppia sfida:
  - rilanciare il mercato;
  - rilanciare l'Autorità.
- Per fare ciò, noi membri del Collegio della Consob contiamo su tutto il personale, che voglio sin d'ora ringraziare, per la sua professionalità, dedizione e impegno quotidiano.
- Sono conscio che mi è stato dato l'onore e l'onere di guidare la Consob in un momento particolarmente delicato per l'Istituto stesso.

- Nel nostro operato teniamo conto certamente dei suggerimenti emersi nell'ambito della Commissione Parlamentare di inchiesta presieduta dal Senatore Casini, che ha evidenziato criticità interne alla Consob e criticità tra la Consob e le altre autorità da risolvere al più presto. È di venerdì scorso la firma del MoU tra la Banca d'Italia e la Consob che recepisce molte di queste utili indicazioni.
- Certamente facciamo anche tesoro delle indicazioni emerse durante e dopo le nostre audizioni presso le Commissioni riunite della Camera e del Senato della Repubblica. Durante la mia audizione di insediamento, mi sono impegnato a tornare regolarmente presso le Commissioni riunite e conto di farlo non appena si saranno insediate.

DIAPOSITIVA N. 2

## La visione d'insieme

- La visione d'insieme del mio discorso di oggi è la seguente:
  - La Consob si muove in un contesto di mercato caratterizzato da alcuni tratti noti da tempo. Quando parlo di mercato, mi riferisco a tutte le componenti e a tutti gli attori che concorrono al suo funzionamento sia dal lato della offerta sia dal lato della domanda.
  - Al tempo stesso, la Consob opera in un quadro internazionale in continua evoluzione, sia per gli aspetti regolamentari sia per i processi di innovazione tecnologica in atto.
- In questo contesto, le linee di azione della Consob sono almeno sei:
  - 1 il sostegno all'accesso al mercato;
  - 2 la qualità delle imprese sul mercato (l'informazione non finanziaria);

- 3 la tutela del risparmio e degli investitori;
  - 4 l'educazione finanziaria;
  - 5 il potenziamento dell'Arbitro per le controversie finanziarie;
  - 6 il rilancio della Consob nei fora internazionali.
- Le prime due dal lato dell'offerta; le seconde dal lato della domanda e le ultime per assicurare il buon funzionamento dell'interazione tra domanda e offerta.
  - Tutto ciò riempirà di contenuti il concetto di vigilanza proattiva, che credo costituisca la maggiore novità di questo Collegio.
  - Chiuderò infine con una breve nota sul ruolo della Consob nel sistema economico e politico italiano.

## Italia nel mondo, crescita del PIL e tasso di risparmio lordo

DIAPOSITIVA N. 3

- Iniziamo con l'analisi del contesto dei mercati finanziari italiani.
- L'Italia è la 9<sup>a</sup> (o l'8<sup>a</sup>, in altalena col Brasile) economia al mondo in termini di prodotto ma, secondo i dati IOSCO, solo la 17<sup>a</sup> in termini di piazza finanziaria. Uno dei miei obiettivi sarà chiudere questo divario. I mercati finanziari devono essere al servizio dell'economia reale, ossia della crescita collettiva e del benessere individuale e collettivo. Non per nulla si parla di servizi finanziari.
- Il tasso di crescita dell'economia italiana rimane inferiore a quello dell'area euro.

- Il risparmio, componente del PIL essenziale per la domanda di investimento, che era storicamente superiore alla media dell'Eurozona, è calato molto più bruscamente che nel resto dell'area euro. Da un paio d'anni, tuttavia, dà comunque segni di ripresa in controtendenza con l'area euro.

- Anche se il flusso di risparmio si è ridotto, non dobbiamo dimenticare che, grazie ai tassi elevati di risparmio del passato, l'Italia dispone di uno stock di ricchezza superiore alla media dell'Eurozona, specialmente per le attività reali, a fronte di un livello d'indebitamento delle famiglie storicamente più basso.
- La ricchezza finanziaria è allocata prevalentemente nei titoli di debito e nei fondi comuni e meno nei prodotti assicurativi e titoli azionari.
- Questi dati riflettono scelte di investimento legate a caratteristiche strutturali del nostro sistema economico sempre più appartenenti al passato.
- Dati i cambiamenti strutturali in atto, i livelli dei tassi di interesse, la ricomposizione (quali-quantitativa) nell'offerta di strumenti finanziari e nei canali di distribuzione degli stessi indotta dalle recenti normative, è verosimile che, in prospettiva, il peso dei titoli di debito nei portafogli delle famiglie si riduca, liberando risorse che potrebbero essere attratte da altri tipi di attività, in particolare azioni, auspicabilmente nell'ambito di un approccio basato sulla diversificazione.

- È importante che la Consob faciliti e monitori questo verosimile e auspicabile passaggio dal debito all'*equity*, tema questo al quale tornerò tra poco guardandolo dalla prospettiva delle imprese.

## Dimensioni del mercato e del settore finanziario

DIAPOSITIVA N. 5

- La ricchezza e il risparmio sono due componenti essenziali per gli investimenti e quindi per il proseguimento di una fase economica favorevole. Restano però le ridotte dimensioni della nostra piazza finanziaria.
- La capitalizzazione rispetto al PIL è circa metà di quella tedesca e dell'area euro, un terzo di quella francese e un quarto di quella inglese.
- Non solo, ma questa capitalizzazione dipende fortemente dai titoli finanziari che pesano sulla capitalizzazione di Borsa il triplo di quanto pesano sul PIL.

## Mercato azionario italiano

DIAPOSITIVA N. 6

- Il mercato azionario italiano è piccolo non solo in termini di capitalizzazione ma anche rispetto al numero di società quotate. A fine 2017, il numero delle società domestiche quotate sul Mercato Telematico Azionario (MTA) di Borsa Italiana era pari a 240, nettamente inferiore a quello di altri mercati europei. La contrazione del listino che ha interessato tutte le maggiori piazze europee, per effetto della crisi, di *delisting* fisiologici o della migrazione su altre piattaforme, in Italia si è innestata su un mercato strutturalmente debole.

- Tuttavia, un'evoluzione incoraggiante è stata registrata sull'AIM (mercato delle piccole e medie imprese), per effetto anche della domanda generata nel 2017 dai Piani individuali di risparmio (PIR), con un numero di società che ad oggi raggiunge i 105 emittenti e con una capitalizzazione complessiva che è quasi raddoppiata rispetto allo scorso anno. Sebbene positiva, questa crescita non compensa il trend registrato sull'MTA, visto che la capitalizzazione, seppur in crescita, è comunque ancora molto contenuta: con 5,6 miliardi di euro, essa pesa per meno dell'1% del valore complessivo di Borsa (634 miliardi di euro; dati a fine 2017).
- Anche in termini di rendimento, il nostro mercato azionario può fare meglio. Dal 2009 al 1° giugno 2018, infatti, il FTSE MIB (indice per le grandi imprese) è calato di circa il 5%, un dato non comparabile con la crescita dei più importanti indici europei.

- Il nostro mercato si caratterizza anche per l'esigua presenza delle *big companies*: un mercato con poche *big companies* risulta meno attraente sia per le società di grandi dimensioni sia per i grandi investitori istituzionali.
- Una piazza finanziaria in cui molte e grandi imprese sono quotate è invece desiderabile perché favorisce lo sviluppo di un 'ecosistema' di servizi finanziari avanzati, a beneficio anche delle imprese di minori dimensioni.
- L'Italia soffre il confronto con altre economie anche rispetto a questo profilo: le società del Mercato Telematico Azionario che vantano una capitalizzazione superiore, per esempio, alla soglia dei 50 miliardi di euro sono, infatti, solo due. Tante quante in Spagna, la metà che in Olanda e una frazione di quelle di Francia e Regno Unito.

## Sistema produttivo: peso delle PMI sul settore non finanziario

DIAPOSITIVA N. 8

- Se guardiamo invece alle piccole e medie imprese (PMI), sappiamo che esse in Italia creano valore aggiunto e offrono occupazione con percentuali ben superiori a quelle dei principali paesi dell'area euro. Tutto ciò è bene, molto bene per l'economia reale, tuttavia ha poca incidenza sui mercati azionari viste le ridotte dimensioni delle aziende.
- In Italia, come nei maggiori paesi europei, i mercati di Borsa non sono ancora rappresentativi di una grande percentuale del sistema produttivo, poiché rimane marginale il peso della capitalizzazione delle piccole e medie imprese (PMI) quotate rispetto a quella complessiva di mercato. Questa è una delle sfide che l'Europa intera ha raccolto con il progetto della Capital Markets Union.

## Indebitamento delle PMI

DIAPOSITIVA N. 9

- Inoltre, la struttura finanziaria delle piccole e medie imprese (PMI) vede le nostre imprese storicamente connotate da una leva finanziaria più elevata di quella dei principali paesi dell'area euro.
- Sebbene negli ultimi anni si sia registrato su questo fronte un miglioramento, è necessario (come ho detto prima) un passaggio dal debito all'*equity*. Un maggior livello di patrimonializzazione renderebbe le imprese più adatte a ottenere finanziamento sul mercato e quindi meno vulnerabili a crisi e restrizioni del credito bancario.
- Il tema del passaggio dal debito all'*equity* per le imprese si intreccia, quindi, con quello del passaggio dal finanziamento bancario al finanziamento di mercato che costituisce un altro degli obiettivi dell'appena citata Capital Markets Union.

- Infatti, guardando al finanziamento del debito sui mercati, nel contesto italiano, le emissioni obbligazionarie di emittenti non finanziari sono storicamente sottodimensionate rispetto a quelle del settore finanziario. Il rapporto è rovesciato in Europa, dove invece gli emittenti non finanziari dominano.
- Al contempo, negli ultimi tre anni è progressivamente cresciuto il ricorso da parte delle piccole e medie imprese (PMI) non quotate ai mini-bond, accessibili agli investitori professionali: le modifiche normative (civilistiche e fiscali) previste dal legislatore a partire dal 2012 sembrerebbero dunque aver incontrato il favore delle imprese.
- Il passaggio dalle banche al mercato può essere significativamente favorito dal FinTech, che tramite lo sviluppo di piattaforme di *equity crowdfunding* e *peer to peer (P2P) lending* riduce costi e barriere di accesso alla raccolta di capitali. Non intendo dilungarmi su questi aspetti: rimando al seminario del Commissario Paolo Ciocca «*Il tempo è adesso - FinTech: mercato, regolazione, futuro*».
- Mi limito qui a ricordare che sull'*equity crowdfunding* l'Italia è all'avanguardia: il legislatore è intervenuto nel 2012, riservandolo alle *start-up* e alle PMI innovative, e poi nel 2016, aprendolo a tutte le PMI. La Consob, prima Autorità in Europa e tra le prime nel mondo, ha disciplinato il fenomeno con un regolamento, che ha poi semplificato dopo aver consultato gli operatori di mercato.

- Dal lato della domanda una delle pre-condizioni alla base di un circolo virtuoso *finanza-crescita-benessere finanziario individuale* è che gli individui siano consapevoli delle loro

attitudini e conoscenze, in modo da poter compiere scelte finanziarie adeguate:

- in autonomia, *se a ragion veduta sanno di sapere,*
  - o con un supporto professionale, *se sanno di non sapere.*
- Permettetemi a questo proposito di utilizzare la tassonomia che la Consob ha elaborato sulla base degli studi di finanza comportamentale, riferendomi ad attitudini, conoscenze e comportamenti.

Per quanto riguarda le ATTITUDINI ...

- Il 40% delle persone non sa valutare le proprie conoscenze finanziarie (e la ricerca economica dimostra che non c'è peggior investitore di colui che non sa di non sapere); il 50% è a disagio con la finanza e il 50% (non necessariamente lo stesso) non è interessato. Il risultato è un quadro di percezioni soggettive, che riducono la qualità delle scelte, e di emotività e sfiducia, che riducono la partecipazione al mercato finanziario.

Con riguardo alle CONOSCENZE FINANZIARIE ...

- Le rilevazioni Consob confermano un dato noto, ossia il livello ancora basso di conoscenze finanziarie, a partire da nozioni base quali inflazione (53%), relazione rischio-rendimento (52%) e diversificazione di portafoglio (33%), e l'ancor più bassa familiarità con le varie dimensioni di rischio finanziario.

Infine, rispetto ai COMPORTAMENTI ...

- La maggior parte degli italiani non ha un piano finanziario, né legge l'informativa finanziaria e quasi il 40% investe senza comprendere.

\* \* \* \* \*

Questi sono i fatti e i numeri del mercato finanziario Italiano. Da questo CONTESTO domestico passerò ora alle LINEE DI AZIONE della nuova Consob.

- Dati i fatti appena presentati, per rilanciare la piazza finanziaria italiana mi pare indispensabile agire sia dal lato dell'offerta, aumentando la quantità delle società quotate e la loro attrattività, sia dal lato della domanda, inserendo le tutele per il risparmio e gli investitori in una visione integrata e facendo educazione finanziaria mirata e studiata sui destinatari, sia dal lato dell'interazione tra la domanda e l'offerta.
- Il punto principale è che, posti davanti a queste sfide di mercato, non possiamo pensare che ci sia una misura sola che le risolve: il famoso *silver bullet* non esiste. Dobbiamo piuttosto costruire un insieme di linee d'azione che congiuntamente rappresentano la vigilanza proattiva cui la Consob deve aspirare.
- La prima misura è classica ed è stata già anticipata dai media: l'accesso al mercato delle imprese e la rimozione degli ostacoli alla loro quotazione.
- Il Commissario Di Noia, nel seminario *«Finanza e regole per la crescita delle imprese»*, analizzerà in dettaglio questo tema, quindi non mi voglio dilungare.
- Mi basti dire che sulla via verso il mercato ci sono vari ostacoli: alcuni reali e altri percepiti. Il mio messaggio è chiaro: la Consob intende aiutare le imprese ad andare oltre questi ostacoli al fine di incoraggiarne il ricorso a fonti di finanziamento complementari e alternative al credito bancario, stimolando l'apporto di capitale di rischio e, più in generale, una maggiore diversificazione della struttura finanziaria delle imprese.
- La riluttanza delle imprese a quotarsi può discendere da vari ostacoli che occorre superare: fattori culturali, quali la scarsa

conoscenza dei vantaggi legati alla quotazione, la paura di perdere il controllo della società e la percezione di costi elevati, sia iniziali sia *on going*.

- La quotazione può apportare significativi benefici alle società in termini non solo di accesso a fonti di finanziamento alternative, rispetto a quelle bancarie, ma anche di opportunità di crescita, reputazione, visibilità. È importante innalzare la conoscenza di tali vantaggi, nell'ambito di una campagna più strutturata di formazione destinata alle imprese non quotate e alle piccole e medie imprese in particolare.
- La formazione finanziaria per le piccole e medie imprese è un campo sul quale la Consob si è già attivata in ambito domestico, in collaborazione con Unioncamere, e si sta attivando in ambito internazionale mediante la partecipazione a un progetto OCSE.

#### Costi di *compliance* e *governance*

- Oltre ai costi iniziali, di accesso al mercato, le società quotate sono soggette a costi su base continua, per rispettare la corposa disciplina prevista per gli emittenti quotati.
- Intendo semplificare. In tal senso, la nuova Consob potrebbe attuare o promuovere una serie di interventi.
- Penso ad esempio al riordino in un insieme coerente delle numerose comunicazioni emanate negli anni dall'Istituto; alla continua traduzione in lingua inglese dei principali testi normativi italiani e all'introduzione di *hyperlink* che ne agevolino la consultazione; semplificare e aumentare l'attrattiva può anche voler dire accettare istanze degli operatori e degli emittenti inviate alla Consob in lingua inglese.
- Penso inoltre al modello della 'società quotata digitale', basata su un sistema di semplificazione e digitalizzazione di tutti gli obblighi di informazione continua e di *compliance* in

base alla normativa europea. Come noto, oggi le società quotate sono tenute ad avere un proprio sito internet dove mettere a disposizione del pubblico numerose informazioni. Il modello della quotata digitale si basa sulla valorizzazione del sito internet delle società e del suo utilizzo come strumento di comunicazione.

DIAPOSITIVA N. 13

## Informazione non finanziaria: sostenibilità e valore

- Gli investitori, in particolare istituzionali, sono sempre più sensibili alle tematiche non finanziarie e in particolare alle tematiche ESG (*enviromental, social and governance*), in linea con la visione di un'impresa portatrice di interessi variegati, che vanno oltre quelli dei soci fino a comprendere gli interessi di tutti gli *stakeholders* e la salvaguardia dei beni comuni e dei diritti fondamentali.
- Si tratta di un passaggio molto importante, perché sancisce il fatto che alla creazione di valore economico concorrono sia input 'finanziari' o tangibili sia input qualitativi o 'non finanziari'.
- Da quest'anno è richiesta alle imprese la dichiarazione non finanziaria, che permette alle stesse di conoscersi meglio e concorre a migliorare la mappatura dei propri rischi, aumenta la reputazione e la fiducia degli *stakeholders* e rende le società più attrattive per gli investitori istituzionali.
- La Consob accompagnerà le imprese nel processo di adeguamento alla nuova normativa, utilizzando i poteri di vigilanza a disposizione in modo equilibrato e proporzionato, tenendo conto delle specificità di ogni singola società nonché della flessibilità insita nella disciplina stessa, basata sul principio del *comply or explain*, e instaurando un dialogo costruttivo con il mercato.

- Il rilancio della piazza finanziaria italiana si fonda non solo sul sostegno alle imprese (offerta) ma anche sul sostegno a risparmio e investitori (domanda), che partecipando ai mercati garantiscono l'afflusso di risorse alle imprese. Bisogna riconquistare la FIDUCIA.
- Non c'è partecipazione senza fiducia. E la fiducia si alimenta con un sistema integrato di tutele, che tocca diverse aree.
- Le persone devono essere messe in grado di orientarsi tra strumenti e servizi sempre più diversificati e, in un futuro non troppo lontano, tra prodotti sempre più innovativi e canali distributivi anche digitali. Come le persone possono essere messe in grado di investire?
  - grazie a un'informazione finanziaria su emittenti e prodotti trasparente e comprensibile;
  - grazie a un'interazione con intermediari che si comportano con correttezza;
  - grazie alla garanzia che i dati personali non vengano utilizzati in modo improprio e siano al sicuro da attacchi informatici.
- Questo sistema di tutele integrato può essere reso ancora più efficace grazie a interventi di educazione finanziaria e all'intervento dell'Arbitro di risoluzione delle controversie, dei quali parlerò fra un attimo.
- Ma su un punto bisogna essere chiari: la tutela pubblica del risparmio non può significare l'azzeramento del rischio di investimento. La regola n. 1 in finanza è «*no risk no return*». Se non c'è rischio, non ci può essere rendimento. In altre parole il risparmio è diverso dall'investimento. Citando il Prof. Tancredi Bianchi, «*La tutela pubblica del risparmio, non*

*significa l'azzeramento del rischio e quindi la garanzia del capitale. Significa che i pubblici poteri debbono emanare norme atte a ridurre al minimo il pericolo che il risparmio sia collocato con rischi non percepiti e conosciuti. E che con la vigilanza e il controllo sia altamente probabile il rispetto delle dette norme».*

- In questo contesto, la Prof.ssa Anna Genovese, nel suo workshop affronterà il tema della regolamentazione dei servizi di investimento: novità e prime evidenze di mercato e il Giudice Berruti il tema delicato, ma importantissimo, del sistema sanzionatorio nelle funzioni di vigilanza Consob.
- In quest'ambito, costruiamo su basi già solide. Gli strumenti di tutela al servizio del risparmio e degli investitori sono stati potenziati dal recente flusso normativo europeo. Il Key investor document (KID) costituisce un importante passo in avanti; il controllo su strumenti e servizi è stato potenziato dalla disciplina relativa a *product governance* e *product intervention*: il potere di *product intervention*, in particolare, è stato attivato per la prima volta dall'ESMA nel maggio scorso con misure di divieto e restrizione su opzioni binarie e *Contract for difference*.

DIAPOSITIVA N. 15

## Educazione finanziaria: metodo, collaborazioni e progetti

- Queste tutele sono rese ancora più forti dalla educazione finanziaria. Negli ultimi anni, la Consob si è adoperata su più fronti. Anzitutto, ha consolidato la sua partecipazione attiva a gruppi OCSE e IOSCO, portando anche in ambito domestico le iniziative promosse a livello internazionale. Ricordo, in particolare, la prima Settimana Mondiale dell'Investitore (World Investor Week, WIW) promossa dalla IOSCO nell'ottobre scorso, durante la quale la Consob ha raggiunto studenti e adulti con oltre 90 eventi su tutto il territorio italiano. L'iniziativa verrà ripetuta quest'anno e consoliderà la

collaborazione con i numerosi soggetti pubblici e privati che hanno contribuito alla scorsa edizione.

- La WIW si svolgerà nel mese dell'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale che verrà curato dal Comitato nazionale guidato dalla Prof.ssa Annamaria Lusardi. Nei primi mesi di attività del Comitato, istituito nel 2017, la Consob e gli altri membri hanno elaborato la Strategia nazionale e il Programma triennale delle attività e hanno inoltre lanciato il portale nazionale.
- L'alfabetizzazione finanziaria dei cittadini italiani è una sfida che darà i suoi frutti nel medio lungo termine e che richiede l'impegno costruttivo di tutte le parti coinvolte.
- In prospettiva, per espandere la portata delle iniziative di educazione finanziaria sarà importante formare i formatori e gli educatori operativi nelle istituzioni presenti in modo capillare sul territorio.
- Con questa logica, la Consob ha già intrapreso una proficua collaborazione con Unioncamere, scuole e associazioni dei consumatori, raggiungendo con seminari e lezioni frontali PMI, studenti, investitori e le fasce più vulnerabili della popolazione.
- Un altro canale di contatto con il pubblico è il portale Consob di educazione finanziaria, che nel 2017 ha registrato circa un milione di accessi e costituisce un utile strumento di raccolta dei materiali didattici, costantemente aggiornato e arricchito.
- A tal proposito, da oggi è disponibile online un gioco di simulazione dell'investimento, sviluppato in collaborazione con l'Università di Trento. Il gioco offre la possibilità di misurarsi con alcuni degli errori di comportamento in cui possiamo incorrere quando investiamo. Si tratta di uno strumento in linea con l'approccio della *gamification*, un modo efficace e innovativo per coinvolgere i risparmiatori (specie i più giovani!), incuriosirli e spingerli all'apprendimento. Il gioco è ancora in una versione-pilota, da affinare anche in base ai suggerimenti di chi volesse cimentarsi.

- Qualora gli strumenti a tutela dell'investitore e la vigilanza non riuscissero a evitare che il risparmio sia messo a rischio da comportamenti illeciti e non diligenti degli intermediari, l'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF), operativo dal 9 gennaio 2017 (sotto la guida del mio predecessore Giuseppe Vegas, che assieme a Lamberto Cardia ringrazio per la presenza in sala) offre una possibilità di soluzione.
- Il bilancio dei primi 17 mesi di attività dell'ACF si è chiuso con risultati molto positivi, come emerge dai dati su volume dei ricorsi ricevuti, numero di intermediari coinvolti e frequenza dei casi in cui la decisione è stata favorevole, in tutto o in parte, ai ricorrenti.
- Complessivamente sono pervenuti 2.542 ricorsi (circa 700 nei primi 5 mesi del 2018) e sono state assunte 625 decisioni (più della metà nel 2018), di cui oltre il 60% in favore del ricorrente.
- L'Arbitro è stato sin da subito inteso quale 'sede di giustizia', gratuita, accessibile e funzionale alla risoluzione delle controversie che possono 'fisiologicamente' insorgere nelle relazioni cliente/intermediario.
- Si tratta di un'iniziativa di successo, come emerge dal numero di ricorsi di gran lunga superiore alle attese, dalla rilevanza economica delle richieste e dei risarcimenti riconosciuti. La complessità delle materie trattate e il volume di richieste pongono delle sfide alle quali intendo rispondere potenziando l'organico dell'ACF: dobbiamo fare in modo che gli investitori continuino a ricevere dall'Arbitro risposte tempestive.
- Infine, per aumentare la portata dissuasiva delle decisioni dell'Arbitro, la Consob potrà esercitare i poteri in materia di trasparenza che le attribuisce il Testo unico della finanza per richiedere formalmente agli intermediari di pubblicare sul proprio sito internet la decisione loro avversa nel caso in cui non lo abbiano fatto.

- L'ultima linea d'azione della nuova Consob è una rinnovata attività internazionale della Consob. Ci sono tre diversi livelli – globale, europeo e bilaterale – dove dobbiamo intervenire.

A livello globale ...

- ... la Consob partecipa al Financial Stability Board (assieme al Ministero dell'Economia e delle Finanze e alla Banca d'Italia) e alla IOSCO (da sola) della quale è anche membro del Board (e voglio ringraziare Paul Andrews, il Segretario Generale della IOSCO, per essere qui con noi oggi). La nostra partecipazione proattiva alle attività di questi organismi è fondamentale per 'intercettare' lo sviluppo dei temi di *policy* di maggiore rilevanza nel dibattito regolatorio e di vigilanza internazionale. Temi che di solito anticipano le discussioni a livello europeo e nazionale.

In ambito europeo ...

- Il Governo partecipa alla formazione delle direttive e dei regolamenti e la Consob lo assiste per le materie di competenza.
- La Consob partecipa all'ESRB, sede d'incontro fra le banche centrali e le autorità di mercato, e soprattutto all'ESMA dove prendono forma le norme applicative della disciplina europea che verrà poi recepita a livello nazionale. Bisogna fare le regole e non subirle e per farle bisogna partecipare in maniera continuativa e attiva. Essere *rule-maker* significa, infatti, poter adattare le regole alle proprie specificità e quindi renderne più semplice l'attuazione. Partecipare poco o passivamente a questi processi significa, invece, accettare di adattarsi alle regole fatte da altri.
- In ambito ESMA, come negli altri organismi internazionali, le decisioni vengono prese da comitati permanenti, ossia gruppi di esperti dell'organismo a cui partecipano le autorità nazionali competenti. Presso l'Autorità europea, il CEMA

(*Committee of Economic and Markets' Analysis*) rappresenta un osservatorio privilegiato per l'analisi economica e lo sviluppo di un approccio *data driven*. Il fatto che la Consob sia stata appena chiamata a presiedere questo Comitato per i prossimi due anni è molto importante.

- L'aspetto della partecipazione attiva diventerà sempre più cruciale alla luce della proposta di riforma delle Autorità di vigilanza europee (ESAs), che accentuerà il processo di trasferimento di competenze, attività e funzioni dalle autorità nazionali alle autorità europee, al fine di favorire una maggiore convergenza delle pratiche di vigilanza nazionali e il corretto funzionamento del mercato unico.
- In un'ottica comune europea bisognerà, infine, gestire Brexit e il post-Brexit. Sarà necessario gestire la fase transitoria, inevitabilmente complessa e ricca di incognite, e i possibili rischi di arbitraggio regolamentare e di vigilanza derivanti sia dalla presenza degli intermediari in Europa e in Gran Bretagna sia dalle modalità di ricollocamento in altri paesi europei di operatori e attività attualmente stabiliti nel Regno Unito. Al riguardo, l'ESMA ha pubblicato una serie di Opinioni per gestire in maniera coordinata tali rischi. È indispensabile che gli operatori di mercato siano pienamente consapevoli dell'impatto di Brexit sulle loro attività e sul loro modello di business, e che diano attuazione ai piani di adattamento. In chiave post-Brexit dovremo poi trovare le modalità per interagire con le autorità britanniche.
- È importante coltivare l'interesse degli operatori esteri verso la piazza finanziaria italiana, adottando misure per aumentare l'attrattività. Il ricollocamento in Italia di soggetti attualmente stabiliti in Gran Bretagna sta già avendo luogo, ad esempio, per quel che riguarda i *team* italiani di alcune banche o fondi di investimento. Un elemento dell'attrattività è la capacità amministrativa del supervisore: si potrebbe introdurre una sezione dedicata del sito, percorsi accelerati e semplificati per adempimenti relativi a *licensing/passport/reporting* e, ovviamente, l'uso dell'inglese nei rapporti tra la Consob e gli operatori che lo desiderano.

Da ultimo, a livello bilaterale ...

- ... sono cruciali i rapporti con le omologhe Autorità nazionali (europee e extra-UE con le quali intratteniamo relazioni strette), soprattutto in un'ottica di *problem solving*. La capacità di *networking* si costruisce (e si accresce) a partire da relazioni bilaterali sapientemente coltivate. Essa è determinante nell'influenzare a nostro favore la dinamica e i risultati dei processi decisionali in ambito europeo e internazionale.

## Vigilanza proattiva: anticipare orientare

DIAPPOSITIVA N. 18

- In conclusione, queste sei azioni che ho appena delineato riempiono di contenuti il concetto di vigilanza proattiva: una vigilanza che vuole anticipare e orientare. Una vigilanza sostanziale che aiuta il lato dell'offerta e tutela la domanda e non una vigilanza solo formale o sanzionatoria.

L'INPUT per questa vigilanza è offerto da almeno tre fonti:

- 1) L'enorme quantità di dati resi disponibili da norme di recente introduzione, come MiFID2 ed EMIR, che sono un input essenziale di un approccio *data-driven* e fondato su una più stretta integrazione tra studi e vigilanza.
- 2) Lo scambio strutturato e sistematico con gli operatori di mercato. Per questo la Consob lancerà domani una *call for interest* per l'istituzione di un Comitato di consultazione.
- 3) La collaborazione con altre autorità, come la Banca d'Italia (con la quale come ricordato abbiamo appena approvato un Memorandum d'intesa) o l'OCF, l'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari, che a breve diventerà pienamente operativo.

## AZIONI

- Le azioni che la nuova Consob adotterà sulla base di questi input saranno tese sempre più a orientare ex-ante i comportamenti degli operatori verso prassi virtuose.
- La Consob opera già secondo un approccio proattivo nell'ambito della vigilanza sui fenomeni abusivi, mettendo in campo molteplici azioni di contrasto, quali *warning* e ordini di sospensione dell'attività. Di recente, la Consob, prima autorità in Europa, ha acquisito il potere di richiedere agli *internet service provider* l'oscuramento dei siti internet che prestano servizi e attività di investimento in assenza di autorizzazione.
- Al fine di orientare gli operatori di mercato, la Consob potenzierà lo strumento delle linee guida e degli *handbooks*. Sono un esempio le due Linee Guida pubblicate nel 2017 in materia di abusi di mercato, che permettono di ricostruire agevolmente il complesso della disciplina e mostrano come l'operatore possa organizzarsi per rispettarla.
- Occorre infatti prevenire condotte scorrette dovute ad ambiguità delle norme e riservare le sanzioni solo a comportamenti intenzionalmente scorretti. Questo per evitare che un atteggiamento eccessivamente punitivo alimenti fenomeni di selezione avversa tra i partecipanti al mercato.

Permettetemi di concludere con una annotazione istituzionale.

Tutte le democrazie liberali si fondano su due pilastri: le istituzioni che dipendono dal voto dei cittadini e le istituzioni indipendenti, le cosiddette Authorities, come la Consob, i cui vertici, in Italia, sono nominati con Decreto del Presidente della Repubblica.

Assieme, questi due tipi di istituzioni costituiscono il meccanismo di pesi e contrappesi essenziale al buon funzionamento delle nostre democrazie di mercato.

Il fatto che la Consob possa efficacemente svolgere il proprio lavoro va a beneficio di tutti i cittadini non solo perché offre loro mercati finanziari degni di fiducia e che tutelano risparmiatori e investitori, ma anche perché permette ai Governi e ai Parlamenti eletti dai cittadini di sviluppare la propria politica economica e sociale, qualunque essa sia, poggiandosi su mercati finanziari più forti.

Simmetricamente, il rispetto dell'indipendenza della Consob e il rispetto dei delicati meccanismi di mercato da parte di tutti gli operatori di mercato e di tutti i decisori politici è essenziale per la stabilità e la prosperità economica del Paese. Il Presidente Mattarella, nel messaggio a Confcommercio qualche giorno fa, ha ricordato che *«serve una forte responsabilità comune per consolidare la fiducia di famiglie, imprese, risparmiatori e investitori, condizione necessaria per la stabilità, la tutela dei risparmi e il proseguimento di una fase favorevole»*.

E, aggiungo io, ricordiamoci sempre che il mercato non è un'entità astratta ma che il mercato siamo noi.

Grazie.