

Incontro annuale con il mercato finanziario

Discorso del Presidente Prof. Paolo Savona

Milano, 20 giugno 2025



Discorso del Presidente al mercato finanziario

1. Premessa
2. La celebrazione del Cinquantenario della Consob e la Relazione sull'attività svolta nel 2024
3. L'architettura istituzionale imposta dai mutamenti dei mercati monetario e finanziario e della geopolitica
4. I temi di grande attualità e i limiti alla loro soluzione dovuti all'attuale architettura istituzionale
5. Conclusioni

Ringraziamenti

1 Premessa

Questo è il mio settimo e ultimo *Discorso al mercato* da Presidente della Consob. Renderò conto delle principali iniziative per celebrare il Cinquantenario di vita della Commissione e dell'attività svolta lo scorso anno; avanziò inoltre alcune riflessioni su come affrontare la nuova realtà dei mercati monetari e finanziari e dei rapporti geopolitici, indicando ciò che andrebbe fatto o, quanto meno, discusso con urgenza perché siamo in ritardo nell'approntare una rete di protezione capace di affrontare i rischi elevati che incombono sui risparmi e sull'economia reale del Paese. Le mie proposte non coinvolgono la responsabilità dei Colleghi Commissari.

2 La celebrazione del Cinquantenario della Consob e la Relazione sull'attività svolta nel 2024

Il 7 giugno 2024 la Consob ha concluso il suo mezzo secolo di vita. La celebrazione ha preso avvio il 25 dello stesso mese in occasione del tradizionale *Incontro con il mercato* tenutosi in questa stessa sede. Nell'occasione è stata distribuita la *Storia* dell'Istituzione corredata da una vasta documentazione, anche fotografica; i contenuti sono stati discussi il 24 ottobre in un Convegno alla Sapienza di Roma, soffermandosi sulla lezione del passato, e il 14 marzo di quest'anno presso la Bocconi di Milano, proiettando l'analisi sul futuro. Nel corso dei due Convegni hanno preso la parola cinquanta esperti della materia, studiosi o rappresentanti di istituzioni nazionali e sovranazionali, che hanno avanzato le loro valutazioni sull'andamento attuale e in prospettiva dei mercati finanziari. Gli *Atti* saranno messi a disposizione sul sito della Consob.

Il 12 luglio 2024 è stata approvata la riforma dell'organizzazione per rendere più efficienti i servizi resi in linea con le aspettative del mercato, facendo maggior uso delle tecnologie informatiche; tuttavia, l'azione intrapresa non può colmare l'inadeguatezza dell'attuale architettura istituzionale della vigilanza conseguente ai profondi mutamenti del contesto geopolitico e dei mercati finanziari globali.

Nella *Relazione annuale* inviata a fine marzo al Governo, che oggi distribuiamo, rendiamo conto dei lavori svolti dalle 675 unità che compongono il personale della Consob. Essi hanno esaminato 495 prospetti di offerta al pubblico di strumenti finanziari e di ammissione alla negoziazione (di cui 13 per strumenti azionari); hanno istruito 502 altre pratiche, tra le quali 20 offerte pubbliche di acquisto e/o scambio; condotto 341 istruttorie per ipotesi di abusivismo, effettuato 15 ispezioni dirette e altre 6 con la Banca d'Italia su aspetti anche di nostra competenza e istruito 47 indagini sanzionatorie.

L'attività regolatoria interna e internazionale della Consob ha avuto una forte accelerazione, contribuendo a definire 23 atti normativi e di *soft law* (di cui 15 di matrice europea), partecipando a 62 gruppi di lavoro internazionali e a 95 sottogruppi tematici in ambito UE, ESMA, FSB/G7, IOSCO, OCSE e altre istituzioni internazionali. È continuata intensa la collaborazione con autorità nazionali e organismi esteri, che ha permesso di firmare, complessivamente dal 1993, 47 accordi di cooperazione, 35 protocolli di intesa e 12 accordi di collaborazione. La Consob ha svolto altre utili funzioni di interesse collettivo, esaminando 2.617 esposti procedibili, di cui 1.562 per abusivismi finanziari e 961 rivolti all'Arbitro per le Controversie Finanziarie; ha inoltre disposto 200 nuove chiusure di siti web che sollecitavano illecitamente investimenti finanziari o prestavano abusivamente servizi in materia.

La Commissione si è riunita 69 volte, ha esaminato 997 pratiche ed emanato 429 delibere.

Questa significativa mole di lavoro rende sempre più stringenti l'assolvimento dei compiti e le risorse di personale e finanziarie della Consob, anche perché le nuove attribuzioni di compiti sono sempre accompagnate dalla disposizione che gli oneri non devono ricadere sul bilancio pubblico; ne consegue che questi gravano sulle contribuzioni dei soggetti vigilati alla stregua di corrispettivi del servizio di vigilanza reso, mentre i costi di tutela degli interessi collettivi andrebbero coperti dalle risorse dello Stato.

Anche quest'anno, l'obiettivo perseguito dalla Consob è stato il miglioramento delle prestazioni, riducendo i tempi decisionali e aumentando la qualità del servizio reso, per offrire un

contesto competitivo che invogli l'imprenditoria italiana ed estera a investire in Italia. In particolare, è stato oggetto di revisione il processo di approvazione dei prospetti relativi alle emissioni di *corporate bond* in Italia, rivitalizzando il comparto.

Il principale campo di azione dell'Autorità resta quello di garantire la trasparenza del mercato e la correttezza dei comportamenti come base indispensabile per scelte di investimento razionali.

3 L'architettura istituzionale imposta dai mutamenti dei mercati monetario e finanziario e della geopolitica

Nell'ultimo lustro l'economia italiana è stata caratterizzata dai postumi della grave crisi finanziaria globale del 2008, dall'esplosione della pandemia da Covid nel 2019, dalla ripresa dell'inflazione nel 2021, dalla crescita dell'incertezza dovuta all'affermarsi di un clima bellico colmo di rischi a seguito dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia nel 2022, della guerra nella Striscia di Gaza causata dall'attacco terroristico di Hamas a Israele nel 2023 e, più di recente, dello scoppio del conflitto tra Israele e Iran dagli effetti imprevedibili. Sul piano economico queste turbolenze si sommano a politiche protezionistiche che hanno storicamente afflitto gli scambi mondiali. Con una forte dose di eufemismo si può affermare che nel periodo la navigazione della Consob si è svolta in acque molto agitate, che non accennano a placarsi.

Alle turbolenze più recenti ha concorso il movimento della faglia tellurica delle *cryptocurrency* sottostante al territorio monetario e finanziario tradizionale, con possibili sbocchi dalle proporzioni imperscrutabili; il rischio è riemerso sotto la spinta dell'illusione di facili guadagni così ben descritta da Carlo Collodi nel "Campo dei miracoli" di Pinocchio e ha trovato alimento nel successo conseguito da quelli che hanno sfruttato l'occasione offerta dallo sviluppo delle tecnologie informatiche. Il governo della vicenda non può essere affidato alla cura degli interessi privati organizzati o regolandone i relativi servizi con decisioni insufficienti, ma necessita di una cosciente cooperazione tra Stati,

anche perché la nascita e gli scambi delle *crypto* si svolgono nell'infosfera, sfuggendo ai controlli tradizionali su basi territoriali. Le prospettive di una tale azione congiunta internazionale sembrano allontanarsi a seguito degli ordini esecutivi del 23 gennaio e del 6 marzo scorso del Presidente Trump che proibisce la nascita del dollaro digitale e candida Bitcoin e altre quattro monete "virtuali" a svolgere un ruolo di riserva internazionale della moneta statunitense, ponendo gli Stati Uniti al centro operativo mondiale degli strumenti virtuali.

L'orientamento statunitense è solo l'ultimo atto di una legittimazione delle *crypto* avvenuta nel tempo in vario modo, dal considerarle cespiti tassabili, all'autorizzarne la negoziazione tramite prestazioni di servizi di *trading* riconosciuti o regolandone aspetti specifici, tutte scelte prive di una visione complessiva del problema interno e internazionale da affrontare. È stato autorevolmente ammesso che questo riconoscimento crea uno sconvolgimento del sistema monetario internazionale che, con gli aumenti tariffari annunciati dagli Stati Uniti, altera anche il funzionamento del mercato dei cambi, preludio al ritorno di una loro sistematica manipolazione da parte degli Stati, allontanando ancor più l'economia globale da una condizione di mercato competitivo.

La ricchezza "virtuale" si va sommando in misura crescente a quella "tradizionale", che ne risulta comparativamente svilita, accentuando il problema degli squilibri dimensionali della finanza rispetto alla crescita reale, finora in prevalenza avvertito per il possibile spiazzamento del debito privato da parte di quello degli Stati. Questa situazione sollecita ancor più il raggiungimento di nuovi accordi internazionali in una situazione di crescita reale cedente, che contribuisce a trascinare comportamenti e a varare legislazioni che ampliano il concetto di protezione della sicurezza di uno Stato, in assenza di un riesame dei compiti delle istituzioni attualmente delegate a garantire un funzionamento libero, aperto e trasparente del mercato.

La giustificazione sovente avanzata per regolare gli strumenti virtuali è che le norme devono essere "tecnologicamente neutrali", nell'intento di non ostacolare i vantaggi offerti dal *Fintech*, mentre sono proprio le tecnologie che rappresentano il

problema da risolvere. Il varo del *Pilot regime* testimonia che questo problema è sentito dal legislatore europeo, ma la materia non è stata affrontata nella sua reale consistenza, che riguarda l'opacità delle contabilità decentrate per l'esercizio delle funzioni di vigilanza tradizionali. In particolare, vanno regolate le versioni che non consentono la conoscenza delle contrattazioni da parte di esterni al circuito, creando maggiori difficoltà nella prevenzione degli usi illeciti di moneta e credito, dall'evasione fiscale al riciclaggio di danaro sporco e al finanziamento della guerra e del terrorismo. Il chiarimento è particolarmente urgente per le *cryptocurrency* che vengono usate come moneta rispetto alle attività tradizionali tokenizzate (*DeFin*), perché le prime vengono "minate" liberamente da privati che si impossessano del signoraggio, mentre le seconde passano attraverso un'autorizzazione pubblica dei relativi documenti informativi. Se però le due forme si intrecciano i problemi da risolvere si moltiplicano e complicano le valutazioni di mercato. Non può sfuggire l'analogia che si va determinando con le radici della crisi finanziaria del 2008 dovuta alla diffusione dei derivati complessi che contenevano crediti difficilmente rimborsabili (*subprime*) e causarono gravi conseguenze economiche, mettendo a rischio anche la sicurezza dello Stato. Una società della Silicon Valley fondata nel 1989, dopo una vita incolore, nel 2020, a seguito della nascita dei Bitcoin, si è specializzata negli intrecci tra strumenti tradizionali e virtuali, balzando al vertice della ricchezza mondiale, superando la Apple di Steve Jobs fondata nel 1976, le cui radici reali sono ben più profonde e risultato di vicende imprenditoriali passate alla storia.

I token del MiCAR (*Market in Crypto Asset Regulation*) offrono un viatico per legittimare le diverse forme in cui si esprimono le *crypto* usate come sottostanti (*collateral*) di strumenti finanziari tradizionali, divenendo un incentivo alla loro diffusione, anche perché creano l'illusione che godano di una protezione dello Stato. Fungono da incentivo anche le semplificazioni procedurali per l'autorizzazione dei token previsti e per quelli esonerati dal MiCAR, ancora prima che queste abbiano trovato piena applicazione per le forme finanziarie tradizionali. Il consenso degli investitori e l'interesse degli emittenti ignorano la valenza sistemica del problema, la cui tutela ricade sulle autorità

di Governo e di Vigilanza, che devono prendere atto dei modesti risultati degli avvertimenti da esse divulgati sui rischi elevati degli investimenti in strumenti virtuali o a essi connessi.

La vera innovazione tecnologica da promuovere per la finanza è l'Intelligenza Artificiale (IA), che ha investito il modo di essere dei mercati e delle istituzioni private e pubbliche; essa è in rapido sviluppo, trasformandosi da una rappresentazione dei modi in cui agisce il cervello umano (approccio neurologico) a una sua riproduzione (approccio fisico), tanto da indurre gli scienziati a ridefinirla "neuroscienza computazionale". Pur essendo ancora in corso perfezionamenti sui modi in cui può operare l'IA, essa è già assunta a livelli tecnologici superiori, come il *quantum annealing* (in italiano "composizione quantistica"), che anticipa taluni miglioramenti ottenibili con i computer quantistici, materia in cui eccelle un gruppo del CNR di cui fa parte il Nobel italiano Giorgio Parisi; un gruppo di giovani ricercatori della LUISS Guido Carli, in collaborazione con un Centro privato di ricerca, ha sperimentato questa tecnica raggiungendo migliori previsioni rispetto a quelle econometriche. Nelle sue varie applicazioni l'IA porta indubbi vantaggi all'impiego razionale delle risorse del Pianeta, riducendo l'incidenza soggettiva nelle scelte e le possibili connivenze distorsive del funzionamento del mercato. Come ogni grande progresso scientifico, l'IA pone problemi nuovi alla vita dei cittadini, che vanno risolti sul piano educativo e professionale, ma non usati per impedirne l'accettazione, perché ci sarà sempre qualcuno o qualche paese che si avvantaggerà utilizzandola. Sarebbe un grave spreco se la superiorità mostrata dalla cultura italiana in materia venisse usata solo dall'estero.

La tecnologia informatica impone una riconsiderazione dell'architettura istituzionale anche del mercato mobiliare, perché il legame che si è storicamente affermato tra stabilità del metro monetario e protezione della moneta bancaria (i depositi) non è coerente con i principi elaborati da secoli di riflessioni e sperimentazioni. La moneta non deve essere remunerata, come è stato preannunciato per l'euro digitale, se si vuole minimizzarne il possesso come mezzo di scambio e incentivarne l'investimento in strumenti finanziari indispensabili per la crescita reale. Così operando il saggio di profitto degli investimenti reali

concorrerebbe a determinare direttamente la remunerazione delle attività finanziarie, a sua volta influenzata dal saggio di risparmio dell'economia e dalle scelte di politica monetaria su quantità e tassi dell'interesse ufficiali. Affinché si ristabilisca una catena pro-attiva per la crescita reale occorre evitare che le monete private interferiscano nel processo, confermando senza esitazioni o equivoci che esiste una sola moneta dotata di potere liberatorio (*legal tender*) e strumento di protezione dei valori nel tempo, anche se assume la forma contabile digitale decentrata sotto controllo delle autorità per impedire eccessi e abusi. Questa necessità non riguarda solo l'esigenza di mantenere sotto un unico controllo la stabilità monetaria, ma anche la parimenti importante stabilità finanziaria. Una siffatta scelta riporta i depositi bancari nell'alveo finanziario di appartenenza, imponendo una riorganizzazione dei compiti tra istituzioni di vigilanza per rafforzare la protezione del risparmio e la funzionalità del mercato.

Si afferma che questa riforma non sia possibile, tanto da essere considerata un'utopia. Come la storia insegna, il progresso civile è stato realizzato sulla base di utopie "necessarie", come il filosofo spagnolo Antoni Mellà i Ortis ha proposto di chiamarle e la storia dell'umanità insegna siano il principale nutrimento del progresso civile. Anche la nascita dell'euro era un'utopia necessaria per realizzare un mercato unico dei beni che presuppone una sola moneta, e divenne realtà al momento opportuno (tra il 1998 e il 2002), beneficiando dei lavori preparatori svolti nei decenni precedenti. Se gli Stati Uniti e la Cina non aderissero a un generale disegno di riforma monetaria internazionale, l'eurosistema potrebbe e dovrebbe fungere da naturale laboratorio sperimentale, chiamando a collaborare alla realizzazione tutte le forze disponibili.

Le possibili linee di azione sono:

- trasformare l'euro dalla forma fisica e digitale a una a contabilità decentrata, ma conoscibile (quindi del tipo DLT e non Blockchain), alla quale attribuire la funzione di unica moneta elettronica dotata di caratteristiche più sicure rispetto all'attuale moneta fiduciaria bancaria e a minore rischio rispetto alle *cryptocurrency*.

Di conseguenza:

- i depositi bancari perderebbero la natura monetaria, liberando la banca centrale dal compito di garantire la solvibilità delle banche; non sarebbero più necessari lo schema di garanzia dei depositi fino a 100 mila euro e il mantenimento dell'attuale disparità di trattamento tra strumenti monetari e finanziari delle banche, come il non rimborso (*bail-in*) in caso di default delle altre forme di loro debito;
- si dovrebbe creare un'unica autorità di vigilanza finanziaria che svolga compiti di trasparenza e di correttezza legale delle contrattazioni, fungendo da principale consulente in materia del Parlamento e del Governo;
- tutte le informazioni in materia dovrebbero confluire sul server usato per l'euro elettronico decentrato, fissando criteri di accesso per le istituzioni aventi diritto all'informazione per adempiere ai loro compiti assegnati dalla legge. In questa stessa sede sarebbe indispensabile stabilire anche i criteri di accesso alle informazioni dei centri di ricerca, essendo essi la materia prima per migliorare gli strumenti predittivi facendo uso della Scienza dei dati.

Sarebbe altresì necessario:

- creare un *safe-asset* europeo non per finanziare la spesa come previsto per gli *eurobond*, ma per governare la liquidità e contrastare con mezzi di mercato la competizione estera per acquisire il risparmio europeo, anche quella mossa dalle *crypto*. Da tempo esiste presso la Commissione Europea un'ipotesi di sua creazione, reiterata da una proposta avanzata nel 2019 dal Ministro per gli affari europei del Governo italiano allora in carica;
- delegare alla BCE le decisioni di governo del cambio estero dell'euro anche al di là degli interventi contingenti già consentiti, per fronteggiare gli effetti del protezionismo e delle manipolazioni dei rapporti tra monete nazionali;
- completare il processo di dematerializzazione delle attività finanziarie, muovendo verso la tokenizzazione, ossia il ricorso

a una contabilità elettronica decentrata tenuta presso quella usata o che verrà scelta dalla BCE per l'euro digitale;

- evitare la frammentazione in corso delle legislazioni riguardanti il trattamento degli strumenti e degli intermediari finanziari tradizionali e virtuali, riconducendole nell'ambito di un unico testo europeo (TUEF) e conciliandole con le norme di protezione della sicurezza degli Stati;
- che gli intermediari curino una precisa e accurata profilatura finanziaria per aiutare i cittadini a programmare il proprio ciclo di vita dei consumi e dei risparmi (*à la* Modigliani), invogliando il risparmio "paziente" a indirizzarsi soprattutto in forme di partecipazione al capitale, e lo Stato a decidere bilanci coerenti con le risorse disponibili per un welfare pubblico integrato con quello che i privati si potranno da loro stessi procurare.

Questo nuovo assetto monetario e finanziario creerebbe solide basi per ridurre la dipendenza europea dalle sorti del dollaro e incanalare l'abbondante risparmio europeo verso un suo uso produttivo, avviando una modifica del modello *export-led* in uno trainato dai consumi da parte dei 450 milioni di cittadini UE, per compensare con domanda interna la caduta delle esportazioni, come va facendo la Cina e ha tentato in passato l'Italia, che ora la ripropone. Questa soluzione riveste per noi una particolare importanza perché incorporerebbe in modo esplicito nelle istituzioni il compito di attuare l'obiettivo previsto all'art. 47 della Costituzione di tutelare e incentivare il risparmio, ma anche di incanalare l'uso verso investimenti produttivi, gli unici capaci di proteggerlo nel lungo andare dagli effetti delle vicende contingenti, principalmente l'inflazione.

Per pervenire a una siffatta architettura istituzionale è necessario superare la rigidità dei regimi di *civil law* nell'adattare l'attività regolatoria a mercati e tecnologie in continuo mutamento. Sarebbe necessario introdurre elementi di *common law* nelle funzioni regolatorie attribuite agli organi di vigilanza, accrescendo i loro poteri discrezionali, di cui già si avvale la Magistratura con le sue sentenze che "fanno giurisprudenza".

4 I temi di grande attualità e i limiti alla loro soluzione dovuti all'attuale architettura istituzionale

La dovuta attenzione da dedicare ai temi di architettura istituzionale non implica che si trascurino i temi di grande attualità per il sistema finanziario.

La molteplicità delle norme approvate per regolare gli strumenti virtuali e proteggere le economie europee dall'estero, in un momento di crisi della cooperazione nelle relazioni internazionali, comporta una crescente difficoltà di riconciliare i provvedimenti tra loro. In particolare, l'interazione tra le regole del gioco di mercato e societarie stabilite dal TUF e le norme sul *golden power* presenta aspetti che richiedono di essere perfezionati e coordinati con le regole dei trattati europei. Il rapporto tra obiettivi di sicurezza dello Stato, di libera competizione e di proiezione internazionale dell'economia è all'attenzione anche dell'Europa, dove oggi è in discussione la revisione del Regolamento su come vagliare un meccanismo rafforzato e armonizzato (*screening*) per prevenire e affrontare i rischi per la sicurezza derivanti dagli investimenti esteri diretti e indiretti. In Italia aumentano le richieste di tali interventi rivolte al Governo, affrontando le incertezze applicative di una normativa ufficialmente introdotta come *extra-ordinem*, diventata *multi-purpose*, sotto la spinta della nuova fase geopolitica di una caduta di dialogo tra Stati.

L'attuazione di questo impegnativo compito di riunificazione normativa richiede l'anticipazione di un tratto importante della riforma istituzionale proposta, quella di dare vita a una raccolta presso un unico centro contabile delle informazioni riguardanti il mercato monetario e finanziario che opera in forma telematica. Sarebbe inefficiente e costoso creare tanti centri quante sono le autorità competenti. Con la nascita dell'euro digitale sarebbe del tutto naturale che fosse la BCE a concordare con le altre autorità una soluzione tecnica sulla base del sistema contabile esistente tra banche centrali dell'eurosistema, come già co-proposto dalla Banca d'Italia e dalla IFC (*Irving Fischer Committee on Central Bank Statistics*) in un incontro tenutosi lo scorso ottobre.

Dalla seconda metà del 2024 una parte significativa del sistema bancario e finanziario ha preso importanti iniziative, avviando 6 offerte pubbliche di acquisto e/o scambio che, al di là del consueto lavoro richiesto in attuazione delle norme vigenti, hanno generato 52 esposti o richieste di chiarimento da parte degli stessi soggetti coinvolti per risolvere le controversie nascenti dall'assenza di preventivi accordi tra le parti, condizione peraltro non necessaria nello spirito della contendibilità tipico dell'economia di mercato competitivo. Come autorità garante della trasparenza la Consob ha svolto una costante attività di indagine su ogni aspetto sollevato dalle operazioni e dagli esposti, ricorrendo 63 volte ai poteri conoscitivi consentiti dall'art. 115 del TUF, i cui risultati restano riservati, e 9 volte dall'art. 114, che impone alle società di fornire al mercato informazioni puntuali e complete sulle posizioni espresse in dichiarazioni pubbliche o in loro comunicati insufficienti. Poiché il processo di attuazione delle offerte pubbliche passa anche attraverso decisioni della BCE, sono insorte difficoltà di dialogo che hanno sollevato incertezze nascenti dai tempi di risposta, nonostante la Consob avesse sottoscritto un *memorandum of understanding* che impegna a scambiarsi informazioni senza necessità di specifici solleciti formali. Queste iniziative di mercato fanno frequente utilizzo dello scambio tra titoli azionari, il cui rapporto dipende dagli andamenti delle quotazioni di mercato, particolarmente importanti per la presenza di investitori internazionali che basano le loro scelte su di esse.

Prosegue inoltre un'attiva collaborazione della Consob per l'attuazione della cosiddetta "Legge Capitali" volta a stimolare un'attività dei mercati finanziari favorevole alla crescita reale, varando la regolamentazione secondaria richiesta. La proposta di regolamento per la lista del Consiglio di amministrazione è stata sottoposta a due consultazioni alle quali hanno partecipato un elevato numero di studiosi e istituzioni private; nel corso della seconda sono state sollevate obiezioni sull'interpretazione data dalla Consob all'estensione della delega per la presentazione e la votazione delle liste per la nomina dei Consigli di amministrazione, che ha richiesto un doveroso ricorso a organi superiori dello Stato a tutela degli stessi operatori che si avvarranno della disciplina,

ritardando inevitabilmente il varo delle disposizioni. Sempre in attuazione della Legge Capitali la Consob ha fatto passi avanti sulla procedura degli impegni da assumere in alternativa alle sanzioni. Continua in parallelo un'intensa collaborazione per la riforma del TUF prevista per delega dalla citata legge nell'ambito della Commissione operante presso il MEF composta da esperti di diversa impostazione teorica e pratica, che vanno mettendo a punto diverse aree di intervento, come il regime di responsabilità, ispirandosi agli obiettivi già ricordati di parificazione delle condizioni di competitività normativa con l'estero e di rilancio del mercato finanziario interno.

Il dibattito in corso sulla collocazione della Borsa Italiana nel contesto del Gruppo Euronext pone problemi analoghi, la cui origine tuttavia si rinviene anche negli accordi raggiunti con il Governo allora in carica, che non ha esplicitato con chiarezza se la gestione delle sette borse che compongono la *holding* olandese permette al *management* del Gruppo di seguire una logica puramente allocativa di tipo strettamente economico o se è richiesta la tutela indipendente degli interessi di ciascuna borsa nazionale per creare un mercato che mantenga, come taluni richiedono, il risparmio nel territorio in cui si forma. A tal fine la vigilanza su Euronext è stata affidata a un *College of Regulators* composto dalle sette Consob nazionali che, pur conscio dell'esistenza di norme e prassi locali in competizione tra loro, non dispone di poteri per risolvere i dilemmi interpretativi che insorgono; si richiede pertanto un impegno politico congiunto tra Stati presenti indirettamente nell'azionariato, possibilmente inquadrato nel processo per la creazione dell'Unione Europea dei Mercati dei Capitali e per l'ancora più ambizioso varo dell'Unione Europea dei Risparmi e degli Investimenti, indispensabili per completare il mercato unico dei beni con propria moneta. Queste meritevoli iniziative stentano a decollare per la strenua difesa delle diversità normative e istituzionali che affliggono l'UE e impediscono un aggancio tra l'abbondanza del risparmio e un uso finalizzato alla ripresa degli investimenti.

Prosegue inoltre l'impegno della Consob per attuare gli obiettivi di sostenibilità stabiliti dall'Unione Europea attraverso i

pilastri ambientali, sociali e di governance (ESG - *Environmental Social and Governance*), mettendo a punto le istruzioni per le relazioni di sostenibilità delle società che rendono conto dei singoli contributi in materia. Alcune stime indicano che l'applicazione di queste regole comporta una significativa incidenza sui profitti degli operatori bancari e finanziari. Il recente annuncio da parte della SEC americana di un disimpegno nella vigilanza su queste rendicontazioni pone un serio problema di competitività tra le imprese europee e quelle statunitensi, da includere nelle negoziazioni programmate con gli Stati Uniti e i paesi che rifiutano di collaborare per la protezione ambientale, sulla base dei principi presenti nel pacchetto europeo *Omnibus* per un trattamento cooperativo della sostenibilità più chiaro, coerente e proporzionato.

Per le sanzioni da irrogare a seguito di violazioni di norme diviene più difficile svolgere la relativa attività a causa dell'orientamento che va emergendo nei processi civili, di estendere l'applicabilità del principio seguito dalla Magistratura penale di non accettare nei processi prove indiziarie prive di una ragionevole fondatezza delle accuse. Una mancata precisazione di questo aspetto potrebbe indebolire l'efficacia dell'attività di vigilanza e indagine della Consob, ad esempio sull'*insider trading* e sul concerto tra operatori, che peraltro in Europa presenta modalità divergenti da appianare. A questo orientamento si vanno aggiungendo nuove cautele di protezione della *privacy*, come il ridursi della possibilità di accesso al traffico telefonico e all'uso di dati riservati a fini di ricerca di prove più precise, che rendono la vigilanza ancora più difficile per raccogliere migliori basi fattuali.

In un mondo in cui i *social* ampliano l'eco delle notizie false e la telematica moltiplica le truffe si resta sconcertati che i risparmiatori continuino a ignorare gli avvertimenti delle autorità e non consultino le informazioni contenute nei siti delle istituzioni di vigilanza. La Consob ha intrapreso recentemente iniziative di comunicazione per veicolare in modo più efficiente via *web* informazioni utili per i cittadini, avvalendosi dell'esperienza di chiusura di 1.349 siti operanti illecitamente, molti dei quali esteri.

5 Conclusioni

La nuova fase geopolitica di riduzione della cooperazione internazionale, la cui intensificazione aveva dato significativi esiti positivi per tutti i paesi del mondo, accresce la probabilità che peggiori il benessere economico e civile della popolazione del Pianeta. Gli effetti negativi di questa fase andrebbero anticipati e non subiti, indicando gli strumenti per superare le difficoltà, come quelli qui descritti.

L'epoca che viviamo è caratterizzata da una incessante innovazione tecnologica, che il Nobel dell'economia Robert Solow ha avvertito da tempo non sia una manna che cade dal cielo, ma un risultato che dipende dal comportamento delle istituzioni e dalle scelte politiche. Oggi disponiamo di una vasta conoscenza dei modi in cui la crescita reale ha permesso, secondo alcune stime, a circa cinque su otto miliardi di abitanti del Pianeta di trovare spazi di sopravvivenza e a circa due miliardi di uscire dalla povertà. Il perfezionamento delle istituzioni civili ha contribuito a raggiungere questo obiettivo e le diverse articolazioni della finanza hanno agevolato uno sviluppo endogeno delle innovazioni; perciò, la cura dello sviluppo reale impone di ancorare i risparmi alla crescita reale. I paesi economicamente più avanzati hanno ritenuto di poter abbandonare la manifattura industriale vivendo di finanza e di informatica, ma oggi vorrebbero reintrodurla ricorrendo al protezionismo, ossia tentando di portare indietro l'orologio della Storia. Sembra che l'insegnamento di una generazione di grandi pensatori e politici non conti più e si possa confezionare una crescita reale riducendo le quattro libertà fondamentali enunciate da Roosevelt nel suo messaggio alla Nazione del 1941, che hanno ispirato nel dopoguerra le scelte di successo dell'area occidentale: la libertà di pensiero e di parola, la libertà di religione, la libertà dal bisogno e la libertà dalla paura.

Ancora una volta la storia si ripete e la moneta ritorna al centro delle attenzioni della politica. La lunga storia della sua evoluzione dalle forme rozze e poi metalliche, caratterizzate dalla scarsità, a quelle fiduciarie, creabili in misura illimitata, ha plasmato le istituzioni per governare la moneta, ma siamo in una nuova fase in cui le *cryptocurrency*, come ogni mezzo di scambio privato o virtuale, mettono in dubbio la validità dell'attuale

architettura istituzionale del mercato mobiliare e creano l'illusione che una loro proliferazione possa recare vantaggi alla crescita civile; esse, invece, scardinano l'assetto esistente centrato sull'uso internazionale del dollaro degli Stati Uniti, senza delinearne un altro parimenti vantaggioso, controllabile e perciò stabilizzabile. In passato l'uso della sterlina e del dollaro come *standard* internazionali è stato deciso dai paesi *leader* del commercio internazionale e degli equilibri geopolitici. L'Accordo di Bretton Woods del 1944, che ha consentito progressi economici ai paesi che lo hanno accettato, conteneva clausole imperfette che nel 1971 ne determinarono la fine. Oggi la proliferazione delle monete trova consenso per carenza di analisi e volontà del mercato, asseverata da scelte pubbliche.

Poiché i paesi *leader* del mondo non paiono disponibili ad affrontare congiuntamente il problema, l'Unione Europea dovrebbe provvedere a farlo, anche perché dispone delle condizioni per raccogliere l'eredità della proposta di Keynes a Bretton Woods e trasformare l'euro in una moneta *as good as gold* per contrastare l'identificazione tra l'oro e le *crypto*; oggi, come in precedenza argomentato, le tecnologie consentono alla politica monetaria di svolgere il suo compito stabilizzatore del potere di acquisto della moneta e alla finanza di porsi maggiormente al servizio dello sviluppo reale e del benessere sociale.

La solidità dell'industria europea e l'abbondanza del risparmio disponibile – testimoniate da un attivo complessivo delle bilance estere di parte corrente e dalla posizione finanziaria con il resto del mondo positiva – consentono all'Unione Europea di darsi una struttura competitiva, non solo sul piano del commercio mondiale, ma anche su quello di un euro accettato per usi internazionali. Basterebbe che gli operatori europei usassero solo l'euro digitale per il loro interscambio, che lo standard internazionale della moneta europea si accrescerebbe, non tanto per perseguire una posizione di vantaggio rispetto al dollaro, non esistendo le basi costituzionali affinché ciò si realizzi, in primis l'assenza di un'unione politica appropriata, ma per indurre gli Stati Uniti a sedersi a un tavolo al fine di ripristinare la cooperazione internazionale indispensabile per la ripresa della crescita globale, prendendo coscienza che non si può sottrarre alla lunga a un ortodosso governo del dollaro.

I cittadini dell'Unione Europea godono di un benessere sociale e individuale comparativamente più elevato rispetto a quello del resto del mondo sviluppato, ma devono sollecitare la definizione di un coerente programma di azione in prospettiva. La storia delle grandi civiltà insegna che le posizioni di vantaggio sono sempre precarie, facendo emergere prepotente il principio, fatto proprio da Gandhi, che non conta ciò che si ha, ma ciò che si fa.

Ringraziamenti

Nello svolgimento dei suoi compiti la Consob ha avuto 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'assolvimento dei compiti attribuiti dalle leggi e, non di rado, per affrontare insieme i problemi di comune interesse.