

# Incontro annuale con il mercato finanziario

Discorso del Presidente Prof. Paolo Savona

Roma, 14 giugno 2021



**CONSOB**  
COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

## Discorso del Presidente al mercato finanziario

1. Il quadro operativo in cui si è mossa la Consob
2. Un anno difficile: risparmio ed esportazioni hanno retto il peso della crisi
3. L'emergenza delle innovazioni finanziarie
4. Conoscere per deliberare

## 1 Il quadro operativo in cui si è mossa la Consob

La *Relazione* della Consob sull'anno 2020, che oggi presentiamo, è stata inviata a fine marzo al Ministro dell'Economia e delle Finanze ai sensi della legge 216/1974 ed è stata pubblicata integralmente sul nostro sito web. In essa si rende conto dell'attività svolta lo scorso anno e i primi mesi del 2021, un arco di tempo caratterizzato dai vincoli posti dalla crisi sanitaria alle prestazioni in remoto delle 660 persone che operano nell'istituzione, dal carico di un'attività regolamentare imposta dagli effetti economico-finanziari della pandemia e dagli adattamenti richiesti dalle nuove realtà del mercato. Al personale che, nelle difficili circostanze, è restato al servizio della collettività con spirito di adattamento e professionalità, va il più sentito ringraziamento.

La mole e la varietà dell'attività svolta in attuazione delle linee strategiche – esposte in dettaglio nella Parte A della *Relazione* – non si prestano a una sintesi e richiedono un esame dettagliato dei contenuti; per agevolare la lettura, quest'anno la presentazione è in forma più snella rispetto al passato. Alcuni indicatori possono però offrire un quadro dell'ampiezza e della molteplicità dei compiti svolti: nell'anno in esame il numero delle riunioni della Commissione è stato di 110 e le pratiche esaminate 1.297; le delibere prese sono state 459, tra le quali vanno segnalate le 26 decisioni per affrontare la situazione di difficoltà venutasi a creare sul mercato a seguito della pandemia sanitaria, le 237 chiusure di siti *web* che raccoglievano illecitamente risparmi (su un totale di 467 siti chiusi dal 1° luglio 2019 al 10 giugno 2021) e i 56 provvedimenti sanzionatori per violazione della normativa finanziaria. L'Arbitro per le Controversie Finanziarie ha risolto 1.772 ricorsi.

Nell'anno hanno richiesto un particolare impegno i lavori in sede ESMA volti a creare una base comune di trattamento normativo anche in vista della creazione di un'Unione europea dei mercati dei capitali; a questo proposito si segnala l'anomalia del vuoto di vertice dell'istituzione causato dalle complessità venutesi a creare nella designazione del Presidente, cessato dall'incarico ormai da più mesi. Un forte impegno ha anche richiesto seguire i complessi lavori per la messa a punto dei

regolamenti ESG (la *governance* per la tutela ambientale e sociale) per un'Europa verde, digitale e resiliente e per accogliere nella normativa esistente gli sviluppi tecnologici dei mercati internazionali in materia finanziaria; per queste iniziative è stato apprezzato l'ampio coinvolgimento delle autorità nazionali competenti. È auspicabile che analogo coordinamento si possa realizzare anche con le autorità europee di vigilanza prudenziale, soprattutto in occasione di eventi importanti per il buon funzionamento del mercato finanziario italiano. Nella seconda parte dell'anno si è aggiunto l'impegno per gestire la presenza delle società inglesi operanti in Italia, o desiderose di entrare nel nostro mercato, a seguito dell'uscita del Regno Unito e dell'Irlanda del Nord dall'Unione Europea.

Nei primi mesi del 2021, a seguito del consenso dato dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri alla proposta avanzata dalla Consob, si è concluso il lungo *iter* amministrativo per recepire nel trattamento del personale i criteri fissati dall'analogo contratto della Banca d'Italia, come previsto dalla nostra legge istitutiva; si apre ora un non meno ampio processo per attuare la parificazione. È stata inoltre rilasciata la non-obiezione per il passaggio del Gruppo Borsa Italiana dal Gruppo London Stock Exchange al Gruppo Euronext, cui seguirà il continuo monitoraggio della Consob sugli impatti operativi dell'operazione in attuazione del Piano di integrazione e del Piano industriale su basi federali previste dall'accordo tra soci. È stato infine compiuto un primo passo concreto per il controllo delle emissioni e delle contrattazioni di strumenti finanziari digitalizzati, sperimentando l'uso di una chiave di accesso alla *blockchain* di una primaria società italiana in preparazione di emissioni di *security token*.

In questa azione complessa abbiamo avuto 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, la Guardia di Finanza, la Polizia postale e l'OCF e beneficiato della collaborazione del COMI, il Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori. A tutte queste istituzioni va la nostra più sentita riconoscenza.

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

A causa della pandemia, il 2020 è stato uno degli anni peggiori vissuti dall'Italia sul piano economico e sociale dalla fine della Seconda Guerra Mondiale. L'Unione Europea e l'Italia hanno attivato un ampio arco di strumenti di politica economica per controllare gli effetti della situazione emergenziale, anche impegnando le strutture esistenti in compiti nuovi. Dopo aver registrato una caduta rilevante del PIL, il Paese si è avviato verso la ripresa economica fin dalla seconda parte dell'anno e, più nettamente, nei primi mesi del 2021, e mostra volontà propria di affrontare i problemi irrisolti, anche avvalendosi del mutamento di attitudine di politica fiscale dell'Unione Europea, necessario fondamento della coesione tra paesi membri.

I risultati dell'anno hanno confermato la valutazione espressa nei precedenti *Discorsi* che il risparmio e le esportazioni sono i due pilastri della forza sociale ed economica del Paese. La tutela del risparmio svolta dalle istituzioni pubbliche, tra cui la Consob, segue regole sperimentate e perfezionate nel tempo, che tuttavia richiedono un aggiornamento alla luce delle innovazioni tecnologiche in ambito finanziario; la protezione più solida resta però il suo ancoraggio all'attività reale, il cui procedere è plasmato in Italia dall'andamento delle esportazioni. I consumi privati e la spesa pubblica mostrano invece di non possedere da noi la spinta che hanno in altre importanti economie estere.

Il saggio di risparmio delle famiglie italiane rispetto al reddito disponibile è cresciuto nell'anno del 50% ma, ove si escludano i risparmi investiti nelle società quotate, il suo rendimento è restato piuttosto basso, prossimo a zero. Considerata la consistenza di attività finanziarie in mano alle Famiglie, ogni punto percentuale di remunerazione si può stimare nell'ordine di circa 30 miliardi di euro, quasi il 2% del PIL, la dimensione di una buona manovra di bilancio pubblico del passato. Tenuto conto degli oneri di gestione, il risparmio ha contribuito significativamente a sostenere la stabilità dei mercati, senza però aver prodotto la crescita reale attesa dalla sua "eutanasia" ipotizzata da Keynes, anche se questo effetto è oggi il risultato di una crisi insorta per motivi peculiari e contingenti.

Le esportazioni hanno registrato difficoltà, riducendosi in volume di circa un settimo rispetto al 2019, per il concomitante effetto della discesa della domanda mondiale e degli ostacoli alla produzione interna dovuti al *lockdown*. Le importazioni hanno avuto un calo più marcato, consentendo al saldo del conto corrente della nostra bilancia estera di rimanere positivo, incrementandosi lievemente rispetto al PIL. Nell'anno la posizione patrimoniale verso l'estero dell'Italia è migliorata ulteriormente, presentando un attivo per la prima volta dopo tre decenni. Il mercato finanziario internazionale ha registrato solo parzialmente questa favorevole posizione strutturale del Paese. Nel primo trimestre del 2021 il commercio mondiale si è portato a livelli superiori a quelli pre-crisi e le nostre esportazioni sono continuate a tassi di crescita doppi rispetto a esso, a conferma della resilienza e della dinamicità delle nostre imprese del settore. Anche il saldo del conto finanziario con l'estero, che aveva registrato un lieve saldo negativo nel 2020, è divenuto positivo, a conferma della funzione di pilastro della stabilità del nostro risparmio.

Per fare fronte alle difficoltà economiche e sociali il debito pubblico è cresciuto grandemente, sia pure in forme diverse da quelle che uno stato emergenziale avrebbe richiesto. La fiducia nelle capacità di reazione dell'economia italiana è tuttavia cresciuta, come testimonia la significativa riduzione dello *spread* tra i tassi dell'interesse dei BTP e BUND. Questo risultato è anche frutto delle decisioni prese dalla BCE di acquistare volumi significativi di titoli pubblici e dalla Commissione europea di sospendere, anche se temporaneamente, il Patto di stabilità e di lanciare il Piano *Next Generation EU* (NGEU). Concordiamo sulle valutazioni date per l'insieme di queste decisioni sul miglioramento strutturale del nostro saggio di crescita reale e, di conseguenza, della stabilità sistemica della nostra economia.

Per la prosecuzione della fase di rilancio dell'attività produttiva è però necessario integrare le decisioni finora prese per incentivare il capitale di rischio delle imprese al fine di migliorare la loro leva finanziaria e renderle più disponibili a intraprendere nuove iniziative. Offre un'occasione importante la riforma del fisco sollecitata da tempo e ribadita nel quadro del

PNRR, il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza in attuazione del NGEU, se si assegna a essa il compito di considerare le istanze produttive sullo stesso piano di quelle etiche nelle valutazioni dell'equità distributiva.

L'assegnazione del Nobel dell'economia 2020 a Robert Wilson e Paul Milgrom ha riportato all'attenzione dei governanti il principio dell'"ottimo paretiano", secondo cui esiste un punto della redistribuzione del reddito raggiunto il quale il miglioramento del benessere di alcuni non si può ottenere senza causare il peggioramento di quello degli altri. Ovviamente il principio vale sia per le generazioni presenti che tra queste e le generazioni future. L'ottimo paretiano si raggiunge più rapidamente quando manca la crescita reale, come avvenuto a seguito del *lockdown* sanitario; si deve perciò attendere un suo innalzamento a seguito della ripresa in atto.

L'intervento dello Stato per fini sociali ha raggiunto nell'anno forme e livelli inusuali, senza però attenuare la pressione sulle risorse pubbliche da parte dei cittadini; ciò non deve sorprendere perché il contenuto razionale dell'azione umana spinge a scegliere di ottenere il migliore risultato al minor costo. Le imprese private, soprattutto se esportatrici, sono costrette dalla concorrenza a risolvere i propri problemi senza indugi, pena l'esclusione dal mercato; questa loro capacità rappresenta un cardine della crescita e un fondamento del buon funzionamento della democrazia, che ha il potere di correggere la distribuzione del reddito determinata dall'attività produttiva e commutativa attraverso regolamenti, imposte e tasse. Quando queste forme sono insufficienti e il risparmio non viene utilizzato dai privati, lo Stato ricorre all'indebitamento, non sempre però a seguito di una fondata valutazione degli effetti redistributivi intergenerazionali.

Riconoscere che mercato e democrazia svolgono un controllo delle rispettive funzioni svolte e l'esatta conoscenza del valore da attribuire a ciascuna è un passo indispensabile per un buon funzionamento dell'economia e della società, la cui cura va affidata a un buon sistema di educazione civica.

### 3 L'emergenza delle innovazioni finanziarie

Importanti documenti ufficiali hanno analizzato compiutamente il difficile quadro interno, europeo e internazionale entro cui tutti si devono muovere. Condividiamo la diagnosi avanzata ed esprimiamo l'auspicio che essa venga fatta propria dalla pubblica opinione e trasmessa al mandato che essa attribuisce alle forze politiche.

Intendiamo integrare, nell'ambito delle nostre competenze, la diagnosi avanzata con l'indicazione del ruolo che svolge sul mercato del risparmio la creazione in forme articolate di nuovi strumenti virtuali, come le *cryptocurrency*, e l'intercambiabilità tra loro e con gli strumenti tradizionali. Gli effetti sulla tutela del risparmio e sulla stessa distribuzione del reddito appaiono rilevanti e richiedono di essere oggetto di un'esatta comprensione per dare seguito urgente a una regolamentazione che colmi le lacune da questa palesate.

Sulla base del metro offerto dalla normativa vigente, non è più possibile distinguere, con certezza tecnica e giuridica, in che cosa oggi consistano legalmente la moneta e i prodotti finanziari, un contenuto che si presenta interrelato per la connessione garantita dalle piattaforme di conversione tra strumenti virtuali e tradizionali. Il mercato usa un metro diverso da quello della normativa esistente, che richiede di essere in questa integrato. L'attività in forme mobiliari che si svolge nell'infosfera va sempre più interferendo anche con le relazioni internazionali e gli equilibri geopolitici, la cui stabilità riveste un ruolo importante per gli scambi monetari e finanziari, soprattutto a seguito del peso crescente che essi hanno in un *habitat* politico non più al meglio dei risultati di pace e prosperità raggiunti nell'ultimo trentennio di integrazione e cooperazione tra Stati.

Un passo necessario per mettere a fuoco l'oggetto da regolare è chiarire il significato dei termini usati. In questa sede siamo ricorsi alla consueta dicotomia tra strumento tradizionale e strumento virtuale; per quest'ultimo si usa anche il termine digitale, che abbraccia però sia le forme ormai tradizionali (come le carte di credito, i dispensatori ATM di moneta fisica e i pagamenti *on line*), sia quelle più recenti di pagamenti o scambi



in strumenti criptati; sono questi ultimi che creano nuovi problemi al funzionamento dei mercati per le relazioni che instaurano con gli strumenti tradizionali e digitalizzati, rendendo difficile la loro regolamentazione e sorveglianza, con conseguenze distorsive sull'attività di produzione e scambio, come testimonia il fatto che un solo *Bitcoin* abbia avuto di recente la possibilità di acquistare un'auto elettrica di grossa cilindrata e poco dopo abbia perso la metà del suo potere di acquisto.

L'informatica finanziaria è una lampada prodigiosa dalla quale è uscito il Genio.

Le autorità non riusciranno a riportarlo dentro, perché esso agisce nella sfera immateriale (o infosfera) controllabile solo cambiando protocollo di scambio delle informazioni, ossia frammentando l'unità del mercato mondiale e così riducendo il saggio di competitività internazionale. La piramide di *bit*, l'unità di misura dell'informatica, è cresciuta enormemente ed è penetrata nel mercato degli strumenti tradizionali perdendo il contatto territoriale implicito nella loro trattazione su basi legali.

Nelle attuali condizioni, le autorità possono intervenire divenendo parti attive nell'infosfera, ossia utilizzando anch'esse i vantaggi delle tecniche digitalizzate; la loro azione risulterà più efficace se cooperano tra loro ma, per raggiungere lo scopo, devono comprendere innanzitutto i limiti e le possibilità nell'uso delle nuove tecnologie che la Scienza dei dati e quella delle reti va sviluppando a ritmi incalzanti. Alle condizioni che si sono affermate sul mercato, i soli ammonimenti sui rischi corsi dai risparmiatori o le stesse proibizioni risultano inefficaci.

L'attuale sistema degli strumenti criptati si regge sulla convinzione e convenzione dominanti tra privati, che ignorano il ruolo centrale che svolge nel buon funzionamento del mercato la natura legale della moneta come unico mezzo di scambio e di liberazione dei debiti. La volontà espressa in più sedi dalle autorità di governo di voler cogliere le opportunità delle innovazioni tecnologiche non va intesa come un'accondiscendenza verso la perdita di trasparenza del mercato, ma la volontà di un suo recupero facendo uso delle stesse innovazioni finanziarie; perciò l'attitudine favorevole alle nuove tecniche va accompagnata con norme chiare sulla nascita e sugli scambi degli

strumenti criptati e sui loro intrecci tra attività/passività monetarie e finanziarie tradizionali, siano esse già digitalizzate o meno, come guida indispensabile per gli operatori che gestiscono la liquidità e i risparmi.

La creazione via *computer* di moneta fiduciaria privata offre a chi la effettua (i c.d. "minatori") la possibilità di disporre di un potere di acquisto. Richard Rasmussen, un economista le cui analisi abbracciano un vasto spettro di istanze biologiche e sociali, ha scritto che "sarebbe estremamente ridicolo applicarsi per davvero a dimostrare che la ricchezza consiste nella moneta, o nell'oro e nell'argento, e non in ciò che la moneta acquista". La funzione redistributrice, propria della democrazia, e quella produttiva-commutativa, propria del mercato, risultano alterate dalla creazione di potere di acquisto digitalizzato, ancor più se collocato in una contabilità perfettamente decentrata. Nonostante la loro importanza negli equilibri sociali, le implicazioni etiche delle innovazioni finanziarie sul funzionamento della democrazia hanno finora ricevuto minore considerazione di altri aspetti del problema, quali il *digital divide*, la *privacy* e il diritto alla libera iniziativa privata.

Al momento della nascita, il potere di acquisto degli strumenti virtuali è inesistente, non avendo dietro un rapporto economico di debito e credito, come ogni altra operazione che si realizza sul mercato, ivi inclusa la creazione di moneta legale che vede debitrice un istituto pubblico di emissione. Il rapporto di debito e credito si concreta solo al verificarsi dell'aspettativa che qualcuno accetti spontaneamente lo strumento virtuale creato e possa rivenderlo ad altri al momento opportuno. Solo le operazioni di scambio effettuate dopo aver "minato" le criptovalute generano un rapporto da iscrivere in una contabilità a partita doppia, come insegnataci mezzo millennio orsono dal Frate Luca Pacioli; ma la reale responsabilità del debitore "secondario" resta pur sempre incerta, avendo alla radice l'assenza di un debitore "primario".

Il mutamento che va interessando il funzionamento del mercato in generale è profondo. La diffusione degli strumenti virtuali ha sollecitato la nascita delle già ricordate "piattaforme tecnologiche" che consentono modalità di accesso ai servizi di

pagamento e di negoziazione in titoli più rapide e meno costose rispetto a quelle offerte dalle banche e dagli altri intermediari. Le funzioni di custodia e scambio da esse inizialmente svolte si sono evolute per accogliere operazioni sempre più articolate e complesse, ivi incluse la concessione di crediti garantiti da propri o altrui strumenti virtuali o la stipula di contratti derivati usando come *collateral* le *cryptocurrency*, anche per più operazioni dello stesso tipo. Questi nuovi comparti del mercato sono in rapida evoluzione e sembra ripetersi l'esperienza antecedente la crisi del 2008, quando i contratti derivati si svilupparono fino a raggiungere una dimensione di dieci volte il PIL globale, assumendo forme complesse che ricevettero un *rating* elevato. Pur con le dovute distinzioni, è prevedibile che stia accadendo qualcosa di analogo nel mercato dei prodotti monetari e finanziari virtuali, soprattutto criptati.

Più che dallo strumento in sé stesso, il problema nasce dalla tecnologia usata, la *blockchain* o catena di contabilità decentrata. La sua forma originaria, quella usata dai *Bitcoin* nel 2009, è un circuito le cui informazioni restano confinate esclusivamente tra possessori dello strumento criptato, identificati da un codice numerico; le transazioni vengono certificate dal meccanismo stesso, senza l'intervento di un'entità esterna (come le banche per i depositi o gli intermediari finanziari per i titoli di credito).

Per quanto è dato conoscere sullo stato delle tecniche di hackeraggio, la *blockchain* originaria è impenetrabile, mentre quella usata da altre *cryptocurrency* non lo è, come testimoniano fatti già accaduti per importi anche significativi; queste altre forme hanno raggiunto soluzioni sofisticate per proteggersi dagli attacchi esterni, tuttavia sono pur sempre penetrabili ma, nel convincimento di chi li usa, il rischio trova compensazione nei vantaggi che provengono per raggiungere altri fini, come realizzare i così detti *smart contract*. Rimane pur sempre il fatto che essi restano nel confine dell'incertezza di essere dentro o fuori il perimetro della legalità, soprattutto se includono l'uso delle *cryptocurrency*. Per cogliere l'ampiezza delle possibilità messe a punto dai tecnici delle contabilità decentrate si usa l'acronimo *DLT (Distributed Ledger Technology)*, dei cui reali contenuti sono coscienti solo gli esperti (i *professional*), ma non

la clientela ordinaria (il *retail*) che, se vi accede, risulta di fatto meno protetta.

L'uso di questi strumenti nelle forme chiuse all'esterno dei partecipanti all'iniziativa (*permissionless*) preclude una vigilanza privata (come quella svolta dai collegi sindacali e dalle società di certificazione) o pubblica (da parte delle autorità di vigilanza). Senza presidi adeguati (norme ed enti), ne consegue un peggioramento della trasparenza del mercato, fondamento della legalità e delle scelte razionali degli operatori. Tra gli effetti negativi ben conosciuti vi è la schermatura che queste tecniche consentono ad attività criminali, come l'evasione fiscale, il riciclaggio di denaro sporco, il finanziamento del terrorismo e il sequestro di persone. La concentrazione nel possesso di *Bitcoin* che è stata recentemente accertata può riflettere questo aspetto del problema.

Il fiume ormai in piena degli strumenti virtuali si è articolato in molti e variegati rivoli: Internet, che non è certo la culla delle certezze, attesta che esistono in circolazione dalle quattro alle cinque mila *cryptocurrency* (nelle forme di *stable coin*, ma in gran parte *floating*) che operano più o meno indisturbate; se a esse si applica l'esperienza fatta in poco tempo dalla Consob nell'oscurare in Italia centinaia di siti *web* che raccoglievano illecitamente risparmio, il quadro che ne risulta appare preoccupante.

Per l'Italia il problema sollevato presenta una notazione particolare rispetto agli altri paesi per l'esistenza di una norma a livello costituzionale che attribuisce alla Repubblica il compito di incoraggiare e tutelare il risparmio in tutte le sue forme e di disciplinare, coordinare e controllare l'esercizio del credito. Sarebbe improprio se si assegnasse alla specificazione del "risparmio in tutte le sue forme" e al credito da proteggere un contenuto che abbracciasse anche gli strumenti virtuali, senza passare da una specifica regolamentazione.

Un compito importante affidato alla Consob è garantire un'informazione quanto più completa e affidabile, come viatico indispensabile per un buon funzionamento del mercato finanziario, condizione necessaria, ancorché non sufficiente, per incentivare il risparmio e ancorarlo all'attività reale; questa è una

frontiera importante da raggiungere, ma essa si sposta in avanti in continuazione. Il compito diviene sempre più difficile per l'enorme mole di informazioni che si formano quotidianamente e possono essere gestite solo ricorrendo alle tecniche di raccolta ed elaborazione messe a disposizione dalla Scienza dei dati e delle reti, perché ogni giorno si produce una massa pari a 2,5 quintilioni di *byte* ( $10^{18}$ ), trattabile solo con metodi scientifici, non potendo farlo con la sola mente umana.

A queste difficoltà oggettive si sono aggiunte per le autorità di supervisione le recenti sentenze della Corte di Giustizia europea del 2 febbraio 2021 e della Corte Costituzionale italiana del 30 aprile 2021, che hanno riconosciuto "il diritto di chiunque sia sottoposto a un procedimento che potrebbe sfociare nell'irrogazione di sanzioni di carattere punitivo a non essere obbligato a rendere alle autorità di vigilanza le informazioni richieste", in nome del principio costituzionale del giusto processo. Le sentenze non riducono però l'obbligo per gli operatori di rendere le informazioni al mercato. Occorre porre sullo stesso piano il valore costituzionale del giusto processo con quello della protezione del risparmio.

La necessità di definire norme in materia non è sentita dalle sole autorità di vigilanza, ma anche dagli operatori di mercato più attenti, che riconoscono l'esistenza di rischi per la loro attività in criptovalute derivanti dalle incertezze o imprecisioni decisionali; queste non di rado nascono da pur nobili istanze etiche, sulle quali le discussioni abbondano e si concludono sovente in senso contrario all'uso delle innovazioni nella finanza. Come la storia insegna, ogni rivoluzione tecnologica causa conseguenze culturali e sociali, senza però arrestarne l'affermarsi; lo sviluppo degli strumenti virtuali pare confermare questa esperienza.

Se la regolamentazione si limitasse a mettere sabbia nel meccanismo e, come ampiamente si discute, appagarsi nel tassare i guadagni ottenuti, la conseguenza potrebbe essere la continuazione della loro diffusione che potrebbe sfociare in una nuova crisi di mercato. Se così accadesse, la responsabilità per le conseguenze patite dai risparmiatori potrebbe ricadere sullo Stato, come già accaduto in passato, a causa della legittimazione

silente o palese della loro esistenza e la coscienza che attraverso le innovazioni finanziarie si possono realizzare manipolazioni del mercato.

La sicurezza delle tecniche usate resta il fianco scoperto di tutti i processi di digitalizzazione ed è perciò ragionevole considerare la *cybersecurity* un "bene pubblico", ossia un'infrastruttura produttiva e sociale posta al servizio degli interessi generali, ma utile per ciascun cittadino. Perciò l'esistenza e il funzionamento di un sistema di sicurezza, anche se lasciato ai privati, deve essere garantito e presidiato dallo Stato, che deve però tenere presente che la diffusione delle tecniche digitali nella finanza pone esigenze specifiche che vanno affrontate globalmente, pena la riduzione della sua efficacia. Il tema della sicurezza informatica abbraccia problemi politici di contenuto anche più ampio, la cui soluzione non può essere raggiunta a livello nazionale e richiede una stretta collaborazione internazionale, ossia la nascita di un "bene pubblico globale", come lo furono il FMI, l'ONU e il WTO. La parte dell'Accordo di Bretton Woods più vicino alle soluzioni del problema qui sollevato dell'intercambiabilità tra diverse monete nazionali non ha retto alla prova della cooperazione internazionale, ma le innovazioni tecnologiche applicate alla finanza hanno riproposto l'urgenza di un suo rilancio in chiave di attualità.

Sulla sicurezza cibernetica, come su ogni altro aspetto della digitalizzazione della moneta e della finanza, molti paesi europei si stanno muovendo in modo autonomo e indipendente dal processo normativo in corso, al quale peraltro esse stesse partecipano. Per le iniziative alle quali le autorità nazionali hanno partecipato direttamente o senza pronunciarsi sul loro contenuto, non si conoscono tutti i particolari, ma si sa che esse si sono premurate di mantenere le informazioni inserendosi nei circuiti contabili decentrati (o *blockchain permissioned*). Hanno cioè provveduto ad avere una chiave di accesso del tipo sperimentato da Consob, di cui si è detto in apertura del *Discorso*. Ma questo è solo il primo passo di un lungo processo.

Il recupero delle informazioni da parte delle autorità solleva il delicato problema di stabilire chi è autorizzato a essere presente nel meccanismo decentrato ed entro quali limiti esso

può usare i dati di cui viene a conoscenza; ossia come garantire la segretezza del dato e l'uso che se ne fa, entrambi problemi che devono trovare soluzione nell'ambito della normativa necessaria.

Sull'uso degli strumenti virtuali, sono già insorti conflitti tra privati e tra questi e alcune autorità di vigilanza, che hanno indotto le Magistrature coinvolte a doversi pronunciare su fattispecie concrete sulla base della legislazione vigente. Le sentenze introducono novità nel quadro normativo entro cui sono obbligate a muoversi le autorità di vigilanza e controllo e lo stesso mercato. Dopo un lungo periodo di riflessioni e incertezze decisionali, molte autorità di governo nazionale paiono orientate a risolvere i problemi insorti nel quadro di una nuova regolamentazione.

Negli Stati Uniti il Controller of the Currency, la Security Exchange Commission, la Federal Deposit Insurance Corporation e la Commodity Future Trading Commission hanno deciso recentemente di affrontare congiuntamente il problema, ma allo stato attuale sono ancora a livello di valutazione sul da farsi. Tra le decisioni prese in assenza di una normativa specifica vi è quella della SEC che ha concesso a una società che intende usare la *blockchain* una *no-action letter* per certificare le contrattazioni che intende attuare, senza però approvare formalmente la sua attività. Uno degli argomenti avanzati da taluni operatori è che essi si limitano a mettere a disposizione una tecnica contabile, ribattezzata DeFi (*Decentralized Finance*), della quale si avvalgono offerenti e acquirenti di prodotti virtuali, ossia i soggetti sottoposti alla normativa di vigilanza, sui quali viene trasferita la responsabilità delle decisioni; questo è un argomento simile a quello addotto dalle società di *rating* dopo la crisi dei derivati che avevano come *collateral* i *subprime credit*. La legittimazione dell'uso delle *cryptocurrency* ha avuto il suo pieno riconoscimento con l'autorizzazione concessa a una piattaforma di scambio americana di quotarsi alla borsa tecnologica Nasdaq.

Nell'Unione Europea, la BCE ha proposto la creazione di una CBDC, Central Bank Digital Currency (o *cryptoeuro*), spostando la sua attuazione avanti nel tempo. La Commissione europea ha avanzato una Strategia per la finanza digitale, sottoponendola all'esame del Parlamento e aprendo un'ampia

consultazione tra operatori. La Presidenza di turno portoghese va imprimendo un'accelerazione all'approvazione del programma MICA (*Market In Crypto-Asset*), non sempre secondo le linee di regolamentazione qui suggerite. Sono però già in corso alcuni esperimenti o decisioni di Stati membri: la Banca di Francia ha effettuato un'operazione di creazione a livello nazionale di *cryptoeuro* che si auto estinguono, come parte del processo di collocamento di obbligazioni BEI virtuali (o tokenizzate). Il Parlamento federale tedesco ha autorizzato le circa 4 mila *Spezialfonds* di investire in *cryptocurrency* fino al 20% dei loro investimenti, per un ammontare stimato in 240 miliardi di euro.

Se i tempi di maturazione di un'iniziativa a livello europeo fossero lunghi, il Paese dovrebbe provvedere autonomamente, non foss'altro per essere pronto a integrarsi nelle istituzioni comunitarie, quando esse entreranno in vigore. Gli esperimenti rappresentano la migliore scuola di formazione di professionisti del tema capaci di pervenire a normative in una materia che, per la sua rapida evoluzione, richiede continue messe a punto.

La legittimazione in varie forme dell'esistenza del "risparmio virtuale" è ormai una realtà che si incrocia con il risparmio generato in modo tradizionale, ossia senza spendere una quota del reddito prodotto dal lavoro o dal capitale. Tra i problemi insorti, va considerato l'aggravamento delle persistenti discriminazioni di trattamento fiscale tra le attività possedute delle famiglie italiane, che alterano il loro equilibrio di portafogli, con riflessi sul buon funzionamento del mercato finanziario e sull'attività reale. Uno specifico squilibrio riguarda il trattamento delle attività immobiliari, oggetto di inaccettabili discriminazioni. È stato ampiamente dimostrato che l'edilizia e le opere pubbliche svolgono un ruolo centrale in tutti i processi di ripresa produttiva e di recupero della stabilità sociale, per i quali la finanza rappresenta il carburante indispensabile che alimenta il motore dello sviluppo. La soluzione di questo problema va considerata parte essenziale della politica di riforme intrapresa nell'ambito del PNRR.



## 4 Conoscere per deliberare

Guido Carli ripeteva che chi ha responsabilità pubbliche non si deve limitare a sollevare problemi, tanto meno a esprimere timori, ma ha il dovere di avanzare soluzioni. In precedenza Luigi Einaudi aveva precisato che non si può deliberare senza conoscere. Su queste linee si è mossa l'analisi fin qui svolta.

L'esame dei problemi che solleva la diffusione dell'uso delle tecniche innovative da parte dell'industria finanziaria è stata esposta nel corpo del *Discorso*. Ci troviamo di fronte a mutamenti rivoluzionari che vanno affrontati con piena coscienza dei contenuti e urgenza di loro soluzione per evitare conseguenze negative sulla stabilità micro e macro sistemica del mercato mobiliare e, per questa via, sui risparmi e sulla crescita economica necessaria per proteggerli e ben utilizzarli. Riteniamo necessaria una vasta campagna di istruzione specifica, anche più incisiva di quella attuata per migliorare il livello di preparazione finanziaria dei cittadini italiani alla quale ha partecipato la Consob e le principali istituzioni del Paese.

La situazione in cui attualmente opera il mercato finanziario mette in maggiore evidenza l'inadeguatezza dell'architettura istituzionale (norme ed enti) posta a presidio della protezione del risparmio e del sostegno alla crescita del reddito e dell'occupazione. Nell'ultimo *Discorso* abbiamo proposto di avviare un'iniziativa per unificare il dettato normativo del TUB e del TUF, come già suggerito da Carlo Azeglio Ciampi dopo la riforma bancaria del 1993, ma la situazione si è talmente complicata da imporre una considerazione più ampia e unitaria di tutti i modi di funzionamento del mercato monetario e finanziario a livello interno e a quello internazionale.

Un passaggio obbligato è la riconferma che la validità legale dei contratti è garantita solo dalla loro denominazione in moneta sovrana. Se, come sembrerebbe, si intende riconoscere l'esistenza di monete private, gli utenti devono esplicitare in un'apposita clausola contrattuale di essere consci dei rischi che si accollano facendo uso di monete non pubbliche e le autorità di vigilanza del mercato e del risparmio devono poter conoscere, con

un'apposita chiave di accesso alle contabilità decentrate, tutte le operazioni di questo tipo che vengono attuate.

L'assolvimento di questo compito richiede la piena conoscenza delle tecniche innovative che si sono affermate sul mercato mobiliare globale. Sembrerebbe farsi strada la coscienza che non si possa stabilire una normativa su basi tecnologicamente neutrali, ossia in modo indipendente dagli strumenti informatici usati e sulla loro continua evoluzione.

A tal fine, è necessaria l'attivazione in Italia di strutture di consultazione formale tra organi di Governo e autorità indipendenti che imprimano un indirizzo unitario alle scelte in materia, anche in vista della posizione da assumere di fronte alle iniziative europee e internazionali in corso. Un primo passo sarebbe il recepimento della raccomandazione CERS (Comitato Europeo per il Rischio Sistemico) del 2011 che darebbe vita a una controparte unica nazionale che si dia carico della stabilità macro-prudenziale. La Banca d'Italia manterrebbe un ruolo centrale, giustificato dalla sua partecipazione all'eurosistema intorno a cui ruota attualmente la finanza europea, ma verrebbe garantito uno stretto coordinamento tra le tre autorità di vigilanza indipendenti (CONSOB, IVASS e COVIP), con la partecipazione del MEF.

Le banche e gli intermediari finanziari vanno impegnandosi nella digitalizzazione della loro attuale attività e nello stabilire collaborazioni con piattaforme tecnologiche che gestiscono strumenti criptati, sovente già operanti all'estero. La confluenza tra le due azioni dipenderà dalle scelte che si faranno sul piano normativo per le *criptocurrency* e i *cryptoasset*, ma fin d'ora occorre muoversi nell'ambito di una strategia di più largo respiro che eviti una dipendenza tecnologica del nostro sistema bancario e finanziario per proteggere il risparmio italiano e lo remunerino in linea con i rendimenti del capitale investito.

Per agevolare questo processo vanno creati all'interno delle istituzioni pubbliche gruppi di professionisti specializzati che collaborino tra di loro per raggiungere più rapidamente l'obiettivo di recepire le nuove tecnologie applicate al sistema dei pagamenti e a quello finanziario. L'obiettivo può essere rapidamente raggiunto cooptando i ricercatori di elevato livello

presenti nelle Università italiane e attingendo al serbatoio degli italiani operanti all'estero, risorse che attendono di essere mobilitate. In tal senso si è mossa la Consob, raggiungendo accordi di collaborazione con Università italiane ed estere e redigendo un protocollo di intesa con il Ministero della ricerca scientifica e la Conferenza dei Rettori delle Università Italiane per intraprendere iniziative con i dottorandi impegnati nelle materie di comune interesse. Vanno però adeguate le risorse finanziarie e le norme che governano le assunzioni delle professionalità necessarie, tenendo conto del servizio più ampio che esse presterebbero all'intero sistema socio-economico in qualità di centro di formazione di nuovi gruppi dirigenti e di cittadini coscienti dei compiti che li attendono.

L'oggetto di siffatte collaborazioni sarebbe la definizione delle scelte tecniche e della regolamentazione dei diversi aspetti dell'uso di strumenti virtuali e del loro interscambio con gli strumenti tradizionali. In particolare, la definizione dei modi di accesso (o chiavi) alle contabilità decentrate *blockchain/DLT* per garantire le informazioni necessarie per la trasparenza del mercato, la sicurezza informatica, la validità legale del contenuto dei contratti di custodia e di scambio degli strumenti virtuali e di quelli di credito e derivati o di altre forme finanziarie che in essi si innestano, nonché la loro interazione con le analoghe operazioni effettuate con strumenti tradizionali.

Considerando il ritmo con cui si presenta il processo di trasformazione della materia monetaria e finanziaria da regolare e da sorvegliare, si può dire conclusa la fase preliminare dei lavori svolti da numerose istituzioni pubbliche e centri privati di ricerca e si impone la convergenza delle volontà, superando timori ed esitazioni, verso una soluzione operativa che non soffra di troppi compromessi. Cammin facendo si provvederà a una più completa regolamentazione, come accaduto e continua ad accadere per il trattamento degli strumenti tradizionali. Gli "avvertimenti" rivolti agli investitori sui rischi che corrono operando in *cryptocurrency* non bastano più. Il tempo delle riflessioni è ormai esaurito e si deve passare alle scelte.

L'esperienza pratica è la migliore maestra per pervenire alle conoscenze necessarie per decidere come affrontare i

problemi insorti in questi ultimi anni sull'operatività del mercato monetario e finanziario nell'infosfera.

Un discorso a parte va fatto per l'uso delle tecniche di Intelligenza Artificiale, che richiede un continuo impegno per verificare la rispondenza degli algoritmi al bisogno largamente avvertito dai risparmiatori di affidare le gestioni del credito e dei portafogli a scelte oggettive, trasparenti ed efficienti. Esistono diversi pareri in argomento, sovente legati a una scarsa conoscenza di questo metodo di scelta altamente sofisticato o a esitazioni circa l'utilità o l'eticità di sostituire l'intelligenza umana a quella artificiale, che altro non è che quella umana potenziata. Le menti eccelse di uomini e donne saranno sempre al centro del progresso dell'umanità.

In assenza di una visione integrata dei problemi e del loro governo, si potrebbe avviare una catena di effetti negativi a causa di uno squilibrio quantitativo e qualitativo tra moneta legale e moneta privata che farebbe scattare la Legge di Gresham, secondo cui la moneta cattiva scaccia la buona. Alcune banche centrali hanno già avvertito questa possibilità. Se ciò accadesse, causerebbe il collasso del regime fiduciario sul quale si regge la stabilità sistemica del mercato mobiliare con effetti sul mercato reale. L'innesto si potrebbe presentare se si concretizzassero i recenti timori di inflazione insorti in alcune economie e si affermassero in misura prolungata diversi ritmi di crescita tra grandi aree geopolitico-economiche, inducendo le autorità a cambiare indirizzo di politica economica, aumentando i tassi dell'interesse e riducendo la spesa pubblica, soprattutto dal lato consueto degli investimenti infrastrutturali, con effetti negativi sulle aspettative e relativi comportamenti del mercato. La catena continuerebbe nella forma di disturbi sui rapporti di cambio tra monete che, come la storia economica insegna, interferirebbero con la concorrenza internazionale, la crescita del commercio mondiale e la cooperazione geopolitica, non solo dal lato economico.

Nonostante l'esistenza di questo grave rischio, la fiducia sulla possibilità che Governi e autorità indipendenti possano evitare un tale sbocco non è venuta meno, ma la loro azione richiede una piena consapevolezza dei modi per affrontarlo,

operando sui cittadini per pervenire a una maggioranza di consensi. Sarebbe ancor più necessaria una campagna educativa di pari intensità rispetto a quella svolta per la prevenzione sanitaria o che si va svolgendo ai nostri giorni per la tutela ambientale e sociale, divenute parti integranti del programma della nuova Commissione europea.

La Consob ha avviato fin dai primi mesi del 2020 un vasto programma di formazione interna a tutti i livelli, raggiungendo una buona consapevolezza della problematica qui esposta e preparandosi ad affrontare la nuova realtà dei mercati. Questa coscienza e il relativo impegno non hanno ancora prodotto i risultati attesi a causa dei vincoli normativi che appesantiscono la sua capacità realizzativa, che non sono diversi da quelli che incontrano altre organizzazioni dello Stato. Il Governo si è mosso in questa direzione per la pubblica amministrazione, anche in linea con l'impegno previsto dal PNRR, ma la strategia di riforma deve riguardare tutte le istituzioni.

In conclusione, il principale messaggio dell'analisi condotta è che sono le aspettative di progresso, talvolta anche di natura utopica, che hanno mosso e muovono le conquiste dell'umanità. La loro capacità di incidere sulla resistenza che mostra l'esistente dipende dal raggiungimento da parte dei cittadini di una consapevolezza degli obiettivi e dei modi per raggiungerli. Perciò si è molto insistito su un triplice impegno educativo e formativo come viatico di successo per le scelte da effettuare.