

Incontro annuale con il mercato finanziario

Discorso del Presidente Giuseppe Vegas

Milano, 9 maggio 2016



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Discorso del Presidente al mercato finanziario

1. La congiuntura economica
2. Le banche nel sistema finanziario italiano
3. Il contesto europeo
4. Lo sviluppo del mercato finanziario
5. La vigilanza sulle banche
6. La tutela degli investitori

τὸ δ' ἴσως ὀρθὸν πρὸς τὸ τῆς πόλεως ὅλης συμφέρον
καὶ πρὸς τὸ κοινὸν τὸ τῶν πολιτῶν

«quel che è giusto in modo uguale tiene d'occhio il
vantaggio dello Stato intero e quello comune dei cittadini»

(Aristotele, *Politica*, III, 1283b)

Autorità, Signore e Signori,

lo scorso febbraio si è completata la composizione del collegio con la nomina di due nuovi commissari, Giuseppe Maria Berruti e Carmine Di Noia.

A loro formulo i migliori auguri di buon lavoro.

L'integrazione del collegio assicura un apporto di professionalità e competenze diversificate, garanzia del più ampio dibattito e confronto dialettico in seno alla Commissione, volto ad accrescere la qualità del processo decisionale.

1 La congiuntura economica

Negli ultimi mesi il quadro congiunturale è mutato.

Solo un anno fa si intravedeva la possibilità di una ripresa consistente, effetto della riduzione dei tassi d'interesse, del prezzo delle materie prime e dell'incremento dei consumi grazie al rafforzato clima di fiducia delle famiglie. In molti Paesi avanzati i prezzi azionari avevano superato i valori pre-crisi.

Nell'area euro, l'avvio del programma di acquisto di titoli pubblici da parte della Banca centrale europea (Bce), il *quantitative easing*, alimentava le aspettative di un rapido miglioramento della fase ciclica e attenuava la percezione del rischio sovrano. Si registravano effetti positivi in termini di stabilità dei prezzi, rafforzamento della qualità del credito nel

settore privato, riduzione del premio al rischio e aumento del valore delle attività finanziarie in bilancio.

Insieme agli interventi della Bce, importanti riforme istituzionali europee legate al progetto della *Banking Union* – quale l'avvio della vigilanza centralizzata con il *Single Supervisory Mechanism* (Ssm) – restituivano fiducia ai mercati. Parallelamente, la Commissione europea presentava il progetto di unione dei mercati dei capitali, o Cmu (*Capital Markets Union*), fondamentale complemento dell'unione bancaria (*Banking Union*), al fine di pervenire ad un sistema finanziario equilibrato, in cui banche e mercati avessero un ruolo paritetico nel finanziamento dell'economia.

Nel volgere di pochi mesi, le aspettative degli operatori sono cambiate. La ripresa in molte economie avanzate, ma soprattutto nell'area euro, si è rivelata debole e altalenante. La domanda di investimenti è insufficiente per assorbire il risparmio disponibile. Il quadro congiunturale è oggi di difficile interpretazione.

Le economie emergenti hanno registrato un significativo rallentamento e le loro prospettive rimangono incerte. Nel 2015 la Cina ha visto il tasso di crescita più basso degli ultimi venticinque anni. Il crollo del prezzo del petrolio ha indotto forti squilibri nella bilancia dei pagamenti di grandi Paesi petroliferi, con riflessi negativi non solo sulle loro prospettive di crescita e su quelle dei Paesi che vi esportano, ma anche sugli equilibri geopolitici nelle aree del Nord Africa e del Medio Oriente.

La crisi si è evoluta e ha mutato pelle rapidamente. La forte contrazione dei prestiti bancari, iniziata nel 2011, ha generato la peggiore recessione dopo la grande depressione; la flessione dell'attività economica e i salvataggi bancari hanno messo in discussione la sostenibilità dei conti pubblici di alcuni Paesi, innescando la crisi dei debiti sovrani; il rallentamento dell'economia si è riflesso sulla solidità della struttura finanziaria del sistema bancario.

Sono rimaste ferite profonde nel sistema produttivo e industriale delle economie avanzate. In molti Stati europei, gli

effetti sull'economia reale appaiono evidenti: il sistema industriale è oggi meno competitivo e meno produttivo rispetto al periodo pre-crisi. Ci troviamo con Stati e imprese più indebitati, mercati finanziari più fragili e volatili.

Le politiche monetarie non convenzionali e fortemente espansive adottate negli ultimi tempi, oltre all'impiego di ingenti risorse pubbliche, hanno attenuato l'impatto negativo della congiuntura economica sul sistema finanziario e sui conti pubblici. Si è così evitata l'insolvenza di molte grandi banche. Tuttavia, come ci ha ricordato il Presidente della Bce, Mario Draghi: «la politica monetaria può assicurare la stabilità dei prezzi, ma da sola non può rendere durevolmente prospera l'economia».

Sono mancati interventi strutturali adeguati e convincenti.

2 Le banche nel sistema finanziario italiano

Gli effetti di un periodo prolungato di recessione si manifestano con chiarezza nei bilanci bancari.

Si tratta di una questione cruciale. Le banche rappresentano il principale strumento per lo sviluppo dell'economia e per la creazione e distribuzione di prodotti nei mercati finanziari.

Nei Paesi dell'area euro con sistemi finanziari più tradizionali orientati al credito, come il nostro, i crediti deteriorati hanno raggiunto livelli molto elevati. In quelli con sistemi più orientati al mercato, l'eredità della lunga crisi è rappresentata dal rilevante peso degli investimenti in titoli strutturati e derivati.

Questi anni difficili hanno cambiato l'atteggiamento della politica nei confronti della finanza. La priorità dei governi è diventata quella di proteggere i contribuenti dalle conseguenze delle crisi finanziarie. Il nuovo orientamento poggia su due principi di fondo: rimuovere qualsiasi aspettativa di una garanzia pubblica implicita sulle grandi banche (principio cosiddetto del *too big to fail*) e porre in primo luogo a carico degli azionisti e

quindi degli obbligazionisti e dei grandi depositanti le perdite derivanti da crisi bancarie (*bail in*).

In questo contesto, la solidità del sistema bancario è stata commisurata all'adeguatezza del patrimonio di vigilanza. Sofferenze, esposizioni eccessive in titoli pubblici, derivati e titoli strutturati hanno determinato un susseguirsi di esercizi di *stress test* e di valutazione della qualità degli attivi bancari, che hanno portato a progressivi innalzamenti dei requisiti patrimoniali. Per farvi fronte, molti Paesi hanno fatto ricorso a ingenti iniezioni di capitale pubblico; in altri, come nel nostro, si sono avuti rilevanti aumenti di capitale sul mercato.

Dal 2008 al 2015 i coefficienti patrimoniali delle principali banche dell'Unione europea sono aumentati in media dal 7 al 12 per cento circa (più 70 per cento). Ciò nonostante in molti Paesi dell'area euro, in particolare in quelli periferici, le banche dispongono oggi di requisiti patrimoniali che si attestano in media sui livelli minimi previsti dalle regole prudenziali. Il credito all'economia non ha avuto così l'espansione desiderata.

In Italia abbiamo vissuto una lunga stagione di ricapitalizzazioni condotte in un contesto di incertezza, caratterizzato dalla difficoltà nel coinvolgere investitori con adeguati mezzi finanziari, dalla necessità di concedere ulteriori sconti rispetto ai corsi borsistici per superarne diffidenze e ritrosie e dalla riluttanza dei vecchi azionisti a vedere fortemente diluita la propria quota partecipativa.

Nelle attuali condizioni di mercato non è facile realizzare nuovi aumenti di capitale. Sulle valutazioni degli investitori pesa, in particolare, il problema delle sofferenze. I dati del rapporto *Transparency Exercise*, pubblicati a fine 2015 dall'autorità bancaria europea, o Eba (*European Banking Authority*), indicano che l'Italia è uno dei Paesi dell'Unione europea con la più alta incidenza di crediti deteriorati sul totale degli impieghi bancari. Si tratta tuttavia di calcoli operati secondo metodi non sempre condivisibili.

L'elevato livello dei crediti deteriorati dipende anche dai tempi di recupero. È stato stimato che una riduzione di tre anni (dalla media attuale di sette anni ai quattro europei) potrebbe

abbattere le sofferenze di circa 40 miliardi di euro (meno 20 per cento).

In questo contesto, assumono rilevanza i provvedimenti recentemente emanati dal governo, volti a rendere più efficienti e a semplificare le procedure di escussione delle garanzie reali al fine di accorciare i tempi di recupero dei crediti.

La riduzione dei tempi di recupero può incrementare i prezzi di cessione dei crediti deteriorati assistiti da garanzia e attenuare gli impatti negativi di tali operazioni sul conto economico.

Sulla questione dei tempi della giustizia civile si sta creando un divario sempre più ampio fra l'Italia e i principali Paesi avanzati. È necessario intervenire con urgenza, non solo per limitarne l'impatto sulle sofferenze e sul settore bancario, ma anche per i riflessi di più ampia portata sull'intero sistema produttivo del nostro Paese.

Iniziative private volte a costituire fondi specializzati negli interventi di ricapitalizzazione del settore bancario e nell'acquisto delle *tranche* più rischiose in operazioni di cartolarizzazione delle sofferenze sono di estrema importanza. Esse potranno offrire risposte efficaci e immediate ai problemi strutturali delle banche italiane. Queste iniziative dovranno contribuire alla formazione di un mercato delle sofferenze bancarie efficiente, che non imponga svalutazioni incongrue, tali da non poter essere assorbite dai bilanci bancari e da mettere a repentaglio la stabilità stessa del sistema, e che ostacoli interventi di carattere predatorio.

Le recenti misure normative proposte dal governo e accolte favorevolmente dal mercato, relativamente alla possibilità di richiedere una garanzia pubblica sulle cosiddette *tranche senior* di cartolarizzazioni delle sofferenze, vanno inoltre nel senso di ridare fiducia al mercato e avviare un processo ordinato di smobilizzo dei crediti deteriorati.

Oltre alla questione delle sofferenze, altri fattori incidono negativamente sulle prospettive del nostro sistema bancario.

L'inasprimento dei requisiti patrimoniali, degli approcci di vigilanza microprudenziale e il livello estremamente basso dei tassi d'interesse hanno effetti negativi sugli utili attesi. In questo contesto, le banche devono bilanciare la contrazione del margine di interesse con la diversificazione dei ricavi e con processi di ristrutturazione.

Operazioni di aggregazione, caratterizzate da significative sinergie industriali ed economie di scala, possono rendere il sistema bancario più competitivo ed efficiente. È necessario puntare su servizi innovativi, offerti tramite canali digitali, e su quelli a maggiore valore aggiunto, come la consulenza alle imprese e i servizi di investimento.

Le banche che evidenziano maggiore solidità e redditività sono quelle che, cogliendo le opportunità della rivoluzione digitale, sono riuscite ad assumere caratteristiche specializzate in aree di attività diverse rispetto a modelli di *business* più tradizionali, basati esclusivamente sulla raccolta tramite sportelli e l'erogazione del credito.

In questo quadro la liquidità tende a confluire verso titoli di Stato e altri strumenti con coefficienti di assorbimento patrimoniale bassi o nulli. I dati pubblicati dall'Eba nel rapporto *Transparency Exercise* e relativi alle maggiori banche europee, mostrano che, rispetto a fine 2013, gli investimenti in titoli di Stato sono aumentati di circa il 12 per cento.

L'introduzione di un coefficiente di ponderazione ovvero di limiti all'esposizione in titoli di Stato, ipotesi in discussione in ambito europeo e internazionale, potrebbe in astratto avere l'effetto positivo di dare maggiore efficacia alla politica monetaria, eliminando gli incentivi ad investire in titoli pubblici piuttosto che in crediti alle imprese.

Tuttavia, in assenza di livelli di patrimonializzazione del settore adeguatamente superiori a quelli minimi regolamentari, la misura in discussione avrebbe l'effetto di avvantaggiare gli Stati con *rating* più elevati e costringere le banche a ridurre bruscamente e in maniera disordinata l'esposizione in titoli di Stato con *rating* peggiori. Ne conseguirebbe una nuova ondata di turbolenze e instabilità sul mercato dei titoli pubblici. Il

conseguente aumento dei tassi avrebbe effetti negativi sulla sostenibilità del debito pubblico, che si sommerebbero alle attuali criticità nell'operare significative correzioni ai bilanci degli Stati per effetto di una bassa crescita.

In questa fase di difficoltà del sistema bancario nel remunerare i depositi, è fondamentale creare i presupposti per una solida crescita del risparmio gestito quale strumento di mercato per il finanziamento dell'economia reale e di remunerazione dell'investimento.

La struttura commissionale dei fondi deve essere tale da garantire l'allineamento fra gli interessi dei gestori e quelli dei risparmiatori, evitando remunerazioni, quali commissioni fisse o di *performance*, non effettivamente correlate al rendimento del fondo o che possano costituire un incentivo all'assunzione di rischi eccessivi, non coerenti con il profilo della clientela *target*. Consob vigilerà sul settore per assicurare la piena correttezza dei comportamenti dei gestori e il rispetto dell'obbligo di servire al meglio gli interessi dei sottoscrittori.

I fenomeni sopra descritti non hanno mancato di avere effetti sulla dinamica delle quotazioni azionarie delle banche in tutti i maggiori Paesi dell'area euro e non solo, condizionando negativamente l'andamento generale dei listini.

Dall'inizio dell'anno l'indice dei titoli bancari si è ridotto del 35 per cento circa in Italia, del 32,5 per cento in Germania, del 17,9 per cento in Francia, del 14 per cento in Spagna e del 10,3 per cento negli Stati Uniti.

L'elevata volatilità è amplificata nel nostro Paese da una tassazione penalizzante sulle transazioni finanziarie che, in questo contesto di tensioni e incertezze, diviene un fattore di particolare svantaggio per la nostra piazza finanziaria.

Assumono così un ruolo sempre maggiore gli scambi dettati prevalentemente dall'intento di guadagnare su oscillazioni di brevissimo periodo, spesso attraverso transazioni infragiornaliere e ad altissima frequenza – è il caso dell'*High Frequency Trading* (Hft) – che rappresentano oltre un quarto degli scambi sul nostro mercato. Ciò vale anche per i meccanismi automatici di aumento delle garanzie o dei margini in caso di

andamento negativo dei mercati. Nel contempo, si va riducendo il peso delle negoziazioni che contribuiscono all'efficienza del meccanismo di formazione dei prezzi, originate da investitori di lungo periodo.

L'impatto di ogni notizia viene ingigantito. Transazioni di modesto ammontare possono avere ripercussioni elevate sulle variazioni dei corsi, generando continue sospensioni automatiche, che disorientano gli investitori e risultano sempre meno efficaci nel calmierare gli eccessi di volatilità.

Non bisogna poi trascurare il fatto che la Borsa, nel nostro Paese, è ancora scarsamente rappresentativa del tessuto produttivo, meno liquida e, per questo, più volatile delle Borse dei principali Paesi avanzati.

Consob ha avviato un confronto con gli operatori di mercato al fine di anticipare alcune misure previste dalla direttiva *Markets in Financial Instruments Directive*, Mifid II, la cui entrata in vigore è destinata ad essere rinviata al gennaio 2018. Tali misure sono volte a contenere il potenziale impatto negativo del *trading* algoritmico e ad alta frequenza sulla volatilità e sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

Il primo intervento riguarda l'incremento dei *tick* di negoziazione (ovvero le variazioni minime del prezzo, consentite a chi immette una proposta di negoziazione), al fine di ridurre il più possibile l'effetto di comportamenti di mercato che non consentono la corretta formazione dei prezzi degli strumenti finanziari. Il secondo mira a fare sì che gli operatori di *trading* algoritmico che svolgono attività di *market making* possano farlo solo attraverso espliciti accordi con le sedi di negoziazione. Il terzo, infine, concerne l'introduzione di un sistema di identificazione degli ordini (*flagging*) originati da algoritmi di negoziazione, anche al fine di ridurre il rapporto fra ordini immessi e ordini eseguiti.

Eccessi di volatilità e condizioni di mercato disordinate derivano anche dagli aumenti di capitale iperdiluitivi, realizzati sul nostro mercato sin dal 2009. Si tratta di operazioni in cui il prezzo di emissione delle nuove azioni è largamente inferiore a quello di mercato. In questi casi si registra un forte

disallineamento del valore delle azioni e dei diritti d'opzione rispetto a quello teorico di arbitraggio.

Al fine di mitigare tali effetti negativi, dopo un'approfondita analisi e numerose consultazioni con il mercato, Consob ha definito una soluzione che consiste nella possibilità di richiedere la consegna delle nuove azioni derivanti dall'esercizio dei diritti di opzione anche nel corso del periodo d'offerta e non solo alla sua chiusura, come nel passato. L'immediata disponibilità dei nuovi titoli faciliterà le operazioni di arbitraggio e renderà più efficiente il meccanismo di formazione dei prezzi (sistema *rolling*).

3 Il contesto europeo

A partire dal 2008 si è assistito ad una ridefinizione complessiva del quadro normativo europeo.

Si è aperto, e in molti casi già concluso, un ampio processo di revisione delle direttive emanate prima della crisi, che costituivano l'ossatura del diritto mobiliare europeo e che disciplinavano i mercati finanziari (Mifid), gli abusi di mercato (Mad), i fondi comuni d'investimento (Ucits), la trasparenza informativa (Transparency) il controllo contabile (Audit) e il prospetto informativo (Prospectus). Sono state adottate regole che hanno coperto nuove aree dell'intermediazione finanziaria: agenzie di *rating*, compensazione di derivati, controparti centrali, vendite allo scoperto, depositari centrali di titoli, attività di prestito titoli, prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati, o Priips (*Packaged Retail and Insurance-based Investment Products*) e fondi di investimento alternativi.

L'opera di ridisegno del quadro normativo è sostanzialmente completata, ma ne è risultato un apparato alquanto complesso.

Si tratta di un sistema ipertrofico, estremamente articolato, con diverse aree di sovrapposizione e interazione, in alcuni casi di difficile interpretazione e applicazione, anche per gli addetti ai lavori. Esso potrebbe rivelarsi non funzionale alla

crescita del mercato dei capitali e all'attività di *enforcement* delle autorità di vigilanza.

Sebbene si assista oggi alla tendenza a privilegiare l'adozione di regolamenti, direttamente applicabili negli Stati membri, il legislatore europeo ha continuato in alcuni casi a far ricorso alle direttive, che lasciano spazi di discrezionalità nel recepimento nazionale o, per la stessa materia, ha utilizzato la combinazione di direttive e regolamenti. Vi sono inoltre casi di regolamenti che consentono autonomia attuativa agli Stati membri. Il sistema, in definitiva, non garantisce ancora la realizzazione di un «campo di gioco» realmente uniforme.

In alcuni casi, la stessa complessità delle regole ha indotto il legislatore europeo a posticiparne l'entrata in vigore, proprio per consentire agli operatori di disporre di un periodo di tempo sufficiente per adeguare le proprie strutture.

Ne è risultato il rinvio di normative molto importanti e urgenti per assicurare un'adeguata protezione degli investitori, quali la Mifid II, e l'accelerazione di normative complesse e delicate, sulle quali ci sarebbe stato bisogno di maggiore riflessione, come la direttiva sul risanamento e la risoluzione delle imprese creditizie, o Brrd (*Bank Recovery and Resolution Directive*).

Dopo una fase di intensa produzione normativa è necessaria ora una pausa di riflessione.

É giunto il momento di semplificare e razionalizzare la disciplina esistente, facendo confluire in un unico testo l'intera regolamentazione europea e la relativa disciplina di secondo livello. Si darebbe così vita ad un vero e proprio testo unico europeo dell'intermediazione finanziaria, che si sostituirebbe alle variegate norme nazionali, assorbendole.

É un'esigenza del mercato ed è indispensabile per aumentare l'attrattività dell'Unione europea nei confronti di investitori di altre aree geografiche.

Ma regole chiare sono inutili se non sono efficacemente applicate. A tal fine occorre ricercare un nuovo

equilibrio nell'allocazione delle responsabilità e dei poteri fra autorità nazionali e sovranazionali.

La questione rimane ancora un tabù, nonostante la constatazione che sistemi di vigilanza prevalentemente domestici siano inadatti a controllare fenomeni sempre più transnazionali. Basti pensare alle difficoltà che si incontrano per ottenere dati in caso di violazioni commesse tramite operatori di Paesi esteri.

Si pensi inoltre agli effetti delle annunciate fusioni tra grandi Borse europee - come il caso del matrimonio tra *London Stock Exchange* e *Deutsche Börse* - che potrebbero determinare un consolidamento delle piattaforme di *trading* e *post-trading* e la nascita di pochissimi grandi operatori con rilevante operatività *cross-border*.

Realizzare una piena centralizzazione della vigilanza sull'intermediazione finanziaria secondo il modello adottato nel settore bancario non è certamente agevole, perché in alcune aree il processo decisionale richiede la vicinanza agli investitori domestici e il numero degli operatori è elevatissimo. È tuttavia il momento di definire le tappe di un processo di riforma, da attuare con la necessaria gradualità nel corso dei prossimi anni.

Il primo passo dovrebbe essere quello di centralizzare la vigilanza sulle attività *cross-border*, quali le infrastrutture di mercato e il *post-trading*, come già realizzato in materia di agenzie di *rating* e *trade repositories*. Il secondo dovrebbe essere quello di dotare l'autorità europea del potere di definire modelli e procedure di vigilanza vincolanti per quelle domestiche e di controllarne successivamente l'operato, anche mediante ricorso ad interventi sostitutivi.

4 Lo sviluppo del mercato finanziario

La semplificazione e la razionalizzazione del quadro normativo devono essere idonee a favorire il passaggio da un sistema finanziario dominato dall'intermediazione bancaria a un altro più orientato al mercato e maggiormente funzionale alle esigenze delle piccole e medie imprese (pmi). Si tratta di una

trasformazione profonda, che richiederà un processo lungo e complesso.

Questo è l'obiettivo del progetto della Commissione europea sull'unione dei mercati dei capitali, componente fondamentale del piano europeo di rilancio degli investimenti per favorire la ripresa.

Gli strumenti per realizzare l'unione dei mercati dei capitali sono declinati nel piano d'azione pubblicato lo scorso 30 settembre. Il piano prevede numerose iniziative, come ad esempio la revisione della direttiva «prospetto» e una disciplina per rilanciare il mercato delle cartolarizzazioni. Alcune, tuttavia, sono definite in termini ancora vaghi o rimandano a ulteriori analisi e approfondimenti, come nel caso dell'armonizzazione della regolamentazione sulle procedure concorsuali.

Si tratta in ogni caso di interventi normativi che non possono essere sufficienti, da soli, a realizzare la transizione verso un sistema più orientato al mercato. Per ottenere questo risultato sono necessarie iniziative private, a cominciare dallo sviluppo di strumenti e intermediari specializzati nell'investimento in piccole e medie imprese (*venture capital* e *private equity*, mercato dei *minibond*, collocamenti privati e *crowdfunding*).

Da questo punto di vista, uno dei temi più rilevanti è rappresentato dall'informativa finanziaria. Infatti, l'ostacolo principale all'investimento diretto in strumenti finanziari emessi da pmi non quotate è rappresentato dalla mancanza di informazioni finanziarie affidabili, centralizzate e standardizzate.

La nascita di soggetti che offrano servizi di rielaborazione e valutazione della qualità dell'informativa finanziaria, finalizzati eventualmente alla produzione di *rating* o *credit scoring*, tarati sulle esigenze degli investitori istituzionali e degli intermediari non bancari è strumento essenziale. L'obiettivo ultimo è quello di creare un'infrastruttura aperta, capace di interconnettere imprese e investitori, rendendo disponibili a tutti i soggetti interessati informazioni finanziarie affidabili sulle pmi.

In linea con l'approccio che si è affermato a livello europeo, negli ultimi anni Consob ha promosso numerose iniziative volte a favorire lo sviluppo della Borsa e del mercato dei

capitali domestico. È stata semplificata la documentazione relativa alle operazioni straordinarie e alle offerte pubbliche di acquisto (opa), è stato snellito il processo istruttorio di approvazione dei prospetti e sono stati ulteriormente ridotti alcuni obblighi informativi in materia di *internal dealing* e adesione ai codici di autodisciplina. Ulteriori semplificazioni hanno riguardato il giudizio di equivalenza della documentazione di offerta, l'informativa *price sensitive* e la diffusione e lo stoccaggio di informazioni regolamentate.

È stato avviato da tempo il progetto *PiùBorsa*, dal quale sono nate numerose proposte volte a incentivare la quotazione delle pmi. Molte di queste sono state fatte proprie dal governo, nell'ambito del programma denominato «Finanza per la crescita». Esse sono state tradotte in specifiche disposizioni normative: l'introduzione di azioni a voto multiplo, l'adozione di soglie opa flessibili, l'incremento delle soglie di *disclosure* delle partecipazioni rilevanti, le agevolazioni fiscali per la quotazione.

Altre importanti innovazioni hanno riguardato il regime di emissione dei *minibond* da parte di imprese non quotate. Borsa Italiana ha istituito un segmento di mercato dedicato alla loro negoziazione (denominato ExtraMot Pro), aperto a soli investitori istituzionali, che capitalizza oltre 6 miliardi di euro.

Dal lato della domanda, occorrono ulteriori misure per promuovere il ruolo degli investitori istituzionali, in particolare quelli di lungo periodo (assicurazioni e, soprattutto, fondi pensione). Il tema è al centro dei più recenti sviluppi del programma «Finanza per la crescita 2», nell'ambito del quale il governo ha allo studio misure per rilanciare il *venture capital*, le cartolarizzazioni e, in generale, per incentivare la canalizzazione del risparmio previdenziale verso l'economia reale.

L'iniziativa chiave, una sorta di *triggering event*, potrà essere costituita da una normativa fiscale chiara e stabile nel tempo che incentivi gli investimenti nel capitale di rischio delle pmi, a cominciare da quelli dei fondi pensione.

Iniziano a costituirsi i primi «Fondi di fondi» specializzati in pmi, strumento indispensabile per disporre di

un'adeguata massa di risorse, funzionali all'aggregazione di altri operatori. Ne potrà derivare un vero mercato per queste imprese.

Recenti iniziative, promosse anche da Cassa depositi e prestiti, vanno in questa direzione e hanno già raggiunto importanti risultati in termini di raccolta e investimenti. Esse potranno contribuire alla dotazione finanziaria di molte pmi, anche di nuova costituzione, e consolidare il successo di iniziative come l'Aim Italia (*Alternative Investment Market*), dove sono già quotate oltre 70 società, che capitalizzano circa 3 miliardi di euro.

Nel contempo, si possono osservare importanti novità nel mondo delle società già presenti sui mercati regolamentati.

L'azione svolta negli ultimi anni da Consob ha accompagnato il nostro sistema finanziario nella transizione da un modello «relazionale» verso un modello di mercato, contraddistinto da una maggiore apertura degli assetti di controllo, da una più ampia presenza di investitori esteri e da una più attiva partecipazione degli investitori istituzionali alla vita societaria. Sono state realizzate importanti operazioni di fusione e aggregazione, che hanno arrecato benefici ad azionisti, dipendenti e creditori delle società coinvolte.

Ma siamo a metà del guado. Una distanza significativa ci separa ancora dai Paesi con mercati dei capitali più evoluti, caratterizzati da elevata contendibilità del controllo, rilevante peso del *management* operativo nella composizione dei consigli di amministrazione e maggiore attivismo degli investitori istituzionali nella *governance* societaria. Si è infatti verificato, ad esempio, che, in assemblee di alcune grandi società quotate, le liste per la nomina degli organi di gestione presentate da investitori istituzionali abbiano raccolto il maggior numero di voti, ma abbiano preferito lasciare la gestione societaria agli azionisti di riferimento.

Il «piccolo mondo antico» del nostro capitalismo relazionale si sta progressivamente sgretolando, ma, per ora, gli investitori istituzionali preferiscono restare alla finestra.

5 La vigilanza sulle banche

Come già accennato, negli ultimi mesi i titoli del settore bancario sono stati caratterizzati da un'elevata volatilità. Essa ha riflesso sia incertezze sulle prospettive reddituali, sia una reazione a cambiamenti delle regole e degli approcci di supervisione microprudenziale, anche a seguito dell'introduzione del meccanismo unico di vigilanza, il *Single Supervisory Mechanism* (Ssm).

Consob ha vigilato sul corretto assolvimento degli obblighi di diffusione delle informazioni *price sensitive*, anche attraverso lo strumento della richiesta di pubblicare le informazioni rilevanti contenute negli esiti delle valutazioni condotte dall'autorità di vigilanza prudenziale.

L'Istituto ha promosso questo approccio anche in sede internazionale, sostenendo la necessità di dare piena trasparenza agli esiti degli esercizi di *Asset Quality Review* (Aqr) e alle relative implicazioni in termini di rafforzamento dei requisiti patrimoniali. In tempi più recenti, un'analoga informativa è stata richiesta sul *Supervisory Review and Evaluation Process* (Srep), condotto dalla Banca centrale europea. L'approccio di vigilanza della Consob è stato avallato dall'Esma (*European Securities and Markets Authority*) e adottato dalle autorità dei mercati finanziari di altri Paesi dell'Unione.

La trasparenza è essenziale per garantire la stabilità complessiva del sistema e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni sui mercati finanziari. La mancanza di informazioni precise sulle singole banche giudicate meno solide può provocare disinvestimenti generalizzati guidati da comportamenti irrazionali, che potrebbero causare rilevanti effetti sistemici.

L'ultima parte del 2015 è stata caratterizzata da un evento che, se pure di dimensioni limitate in termini relativi, ha scosso profondamente la fiducia dei risparmiatori e dell'opinione pubblica nel sistema bancario e ha avuto un fortissimo impatto psicologico ed emotivo. In seguito ad esso è radicalmente cambiata la percezione dei rischi insiti nell'investimento in depositi e strumenti finanziari emessi da banche.

Con decreto-legge del 22 novembre scorso, per la prima volta, quattro banche italiane sono state oggetto di un intervento che ha adottato alcuni dei criteri previsti dalla direttiva europea di risanamento e risoluzione degli enti creditizi (Brrd), entrata in vigore il 1° gennaio 2016. Scopo del decreto, intervenuto in una fase di transizione, è stato quello di ridurre le perdite che sarebbero gravate sui risparmiatori, sui clienti e sul tessuto economico in caso di vigenza della Brrd.

Erano banche da tempo in crisi. Tre erano sottoposte a procedure di amministrazione straordinaria da oltre due anni; una dall'inizio del 2015. L'amministrazione straordinaria prevede un sostanziale *black out* informativo, in quanto vengono meno gli obblighi di redazione delle rendicontazioni finanziarie periodiche. In tale lasso temporale le banche in questione non hanno effettuato collocamenti di strumenti finanziari presso il pubblico.

Secondo l'indice di graduazione previsto nella direttiva Brrd, è stato azzerato il valore delle azioni e anche quello delle obbligazioni subordinate degli istituti coinvolti, indipendentemente dalla data di emissione.

In tal modo, si è imposto all'attenzione dell'opinione pubblica il tema delle obbligazioni subordinate. Le quattro banche avevano in circolazione obbligazioni subordinate per un controvalore complessivo di poco più di un miliardo di euro, di cui circa il 70 per cento emesse prima del 2008. L'ultima emissione destinata ai clienti al dettaglio è avvenuta nell'ottobre 2013. L'importo in possesso della clientela *retail*, al 30 giugno 2015 era di 374 milioni di euro, pari all'1,17 per cento del totale delle obbligazioni subordinate emesse da banche italiane detenute dalla clientela *retail* e allo 0,03 per cento del totale degli strumenti finanziari della clientela *retail* detenuti presso le banche.

Si trattava di titoli sottoscritti in larga parte in un contesto di mercato completamente diverso da quello attuale. Non si erano ancora manifestati gli effetti della crisi finanziaria innescata dal fallimento di *Lehman Brothers* nel settembre 2008. Solo cinque anni dopo la Commissione europea, in una comunicazione del 30 luglio 2013 in materia di aiuti di Stato, evidenziava per la prima volta la volontà di applicare il c.d.

«*burden sharing*» - per evitare che, come in passato, le banche fossero salvate a spese di tutti i contribuenti - che impone di ridurre il valore delle azioni e delle obbligazioni subordinate prima di dar corso ad aiuti di Stato alle banche in crisi. Non c'era ancora la direttiva europea di risanamento e risoluzione degli enti creditizi (Brrd), che è stata introdotta solo nel 2014, con criteri di efficacia sostanzialmente retroattivi.

Negli ultimi giorni, il governo ha varato un decreto-legge finalizzato a prevedere rimborsi automatici, al ricorrere di determinate condizioni, per coloro che avevano sottoscritto obbligazioni subordinate prima del 12 giugno 2014, nonché procedure per la tutela dei risparmiatori truffati.

Occorre ricordare che i prospetti e i supplementi informativi che accompagnavano le emissioni delle obbligazioni subordinate delle quattro banche erano stati redatti nel rispetto delle regole di trasparenza previste dalle norme sul prospetto informativo, il cui contenuto è disciplinato direttamente da un regolamento comunitario. In fase di loro approvazione, Consob ha valorizzato tutte le informazioni in proprio possesso, incluse quelle trasmesse dalla Banca d'Italia.

I prospetti in questione hanno dato massima evidenza a tutti i fattori di rischio connessi alla complessità degli strumenti e alla situazione in cui versavano le banche. Essi specificavano che l'investitore avrebbe potuto perdere l'intero capitale investito in caso di liquidazione o di procedure concorsuali. Questi elementi sono stati inseriti nella parte relativa ai fattori di rischio e, nei casi più significativi, sono stati ripresi e sintetizzati nella prima pagina dei prospetti, nella sezione denominata «avvertenze per l'investitore».

Sono in corso accertamenti, da parte dell'Istituto e dell'autorità giudiziaria, in ordine al rispetto delle regole di condotta nel collocamento di questi prodotti alla clientela *retail*.

Le vicende relative alla liquidazione delle quattro banche non mettono in discussione la validità di fondo dei modelli di vigilanza sulla prestazione dei servizi d'investimento.

La vigilanza è condotta secondo logiche cosiddette *risk based*, sulla base di un approccio adottato dalle autorità di vigilanza di tutti i Paesi avanzati.

Il nostro modello di vigilanza è stato esaminato e positivamente valutato sia dal Fondo monetario internazionale, in occasione del *Financial Sector Assessment Program* condotto sull'Italia nel 2013, sia dall'Esma, in occasione dell'esame delle prassi di vigilanza sull'applicazione della Mifid adottate dalle autorità dei Paesi dell'Unione europea.

A partire dal 2007, anno di entrata in vigore della disciplina Mifid, Consob ha realizzato circa mille interventi di vigilanza in materia di servizi di investimento. Complessivamente, essi hanno coperto circa il 90 per cento del risparmio investito in strumenti finanziari riconducibili a clientela *retail*, mentre le verifiche ispettive hanno riguardato il 55 per cento circa del mercato.

Ciò nonostante, Consob sta facendo tesoro dell'esperienza così maturata nell'orientare ed affinare ulteriormente le sue prassi di vigilanza.

Il mutato quadro normativo connesso al *bail in* e l'accresciuto livello di rischio del settore per i risparmiatori hanno indotto Consob ad incrementare ulteriormente i presidi a carattere preventivo, avvalendosi anche di strumenti non convenzionali.

In occasione di due recenti operazioni di aumento di capitale di emittenti bancari, anche alla luce delle specifiche criticità relative alla loro situazione economica e patrimoniale e a seguito di accertamenti ispettivi che hanno prodotto una nutrita serie di contestazioni a carico delle banche, dei loro amministratori e di alcuni dipendenti, l'Istituto ha ordinato la convocazione dei consigli di amministrazione, chiedendo loro di porre in essere adeguate misure per la tutela degli investitori.

In adempimento a queste richieste, nel primo caso, il consiglio della banca ha deciso di considerare sempre non adeguato per i propri clienti *retail* il collocamento delle nuove azioni ed è stato consentito di perfezionare l'acquisto dei titoli solo a quei clienti che ne avessero espressamente manifestato

l'intenzione attraverso una dichiarazione olografa. Nel secondo caso, la procedura per definire le misure straordinarie di tutela degli investitori è tuttora in corso. Consob ha predisposto verifiche sulla puntuale esecuzione di questi impegni.

Gli episodi sopra descritti mostrano come, in molti casi, alle generali difficoltà del mercato e della situazione economica, si siano aggiunti modelli di gestione nei quali mancava un sistema adeguato di *checks and balances* fra soggetti decidenti, organi di gestione e organi di controllo. Un meccanismo di *corporate governance* debole ha provocato a imprese e risparmiatori danni i cui effetti negativi sono stati in alcuni casi sanzionati e, in altri, sono in corso di verifica da parte delle autorità di controllo e della magistratura. La lezione da trarre consiste dunque nella necessità di promuovere la diffusione di una cultura che valorizzi la centralità della *corporate governance* nella gestione delle imprese. In questo modo, il controllo assumerà sempre di più carattere preventivo, consentendo al mercato la conoscenza *ex ante* del reale dispiegarsi dei meccanismi decisionali.

6 La tutela degli investitori

Dobbiamo prendere atto che il mondo è cambiato.

L'entrata in vigore del *bail in* e gli eventi legati alla risoluzione dei quattro istituti di credito hanno generato nei risparmiatori un clima di incertezza, che non si era mai registrato nel dopoguerra.

In momenti eccezionali occorrono misure straordinarie. I tradizionali strumenti posti a presidio e a tutela del risparmio vanno ripensati, ponendo l'investitore al centro del sistema.

Il primo tema su cui riflettere è quello della trasparenza. Essa riguarda le informazioni che devono accompagnare un prodotto finanziario, affinché il risparmiatore ne possa cogliere fino in fondo il profilo di rischio e di rendimento, valutando con piena consapevolezza se sia adeguato alle proprie esigenze.

Sotto questo aspetto, emerge con forza la necessità degli investitori di avere a disposizione informazioni chiare, sintetiche e immediatamente fruibili.

Il prospetto informativo, immaginato dal legislatore comunitario come un contenitore che raccogliesse tutte le informazioni sul prodotto e sul soggetto che lo ha emesso, non si è dimostrato un mezzo idoneo a fornire una risposta efficace al bisogno di conoscenza.

Un eccesso di informazioni equivale quasi sempre a una carenza di informazioni.

Il prospetto è divenuto uno strumento utile a chi lo redige per prevenire possibili rischi legali, ma rimane un documento troppo lungo e complesso per potere essere letto e pienamente compreso dal risparmiatore. Per questo Consob è stata fra le poche autorità europee a richiedere l'inserimento, nelle pagine iniziali dei prospetti, di uno specifico paragrafo, denominato «avvertenze per l'investitore», che contiene una descrizione sintetica dei principali rischi legati all'investimento. Nei casi più critici, è stato chiesto l'inserimento di queste informazioni nella copertina del prospetto, in modo da attirare maggiormente l'attenzione del lettore.

In recentissimi casi di aumento di capitale di banche, valutate le criticità connesse al contesto di riferimento, Consob ha raccomandato la consegna sistematica delle avvertenze, adempimento non previsto dalla disciplina europea, in modo da spingere il cliente a prendere concretamente conoscenza del loro contenuto.

L'Istituto, sia pur nei ristretti margini consentiti dalla legislazione europea e per quanto possibile anticipandone i futuri sviluppi, è costantemente impegnato nell'opera di rafforzamento dei presidi informativi.

A questo scopo viene posta oggi in consultazione una raccomandazione recante «linee guida» per definire e standardizzare i contenuti delle «avvertenze per l'investitore», differenziate in relazione ai diversi strumenti finanziari e alle diverse tipologie di emittenti. Ne deriveranno informazioni più chiare, sintetiche ed esaustive sui principali fattori di rischio.

Sempre con riferimento al profilo della trasparenza, viene oggi avviata una ulteriore consultazione del mercato su un'altra raccomandazione contenente alcuni «principi guida» relativi alle informazioni chiave da fornire ai clienti al dettaglio nella distribuzione di prodotti finanziari. Ciò tenendo conto del fatto che le transazioni finanziarie avvengono in un contesto contraddistinto da rilevanti asimmetrie informative fra le parti, che pregiudica la capacità dell'investitore di assumere decisioni di investimento consapevoli e accresce la possibilità che l'intermediario tragga profitto dalla propria «superiorità» contrattuale.

Con i «principi guida», si intende richiamare l'attenzione degli intermediari sul ruolo centrale che essi hanno allorché trasferiscono informazioni alla clientela. Ne deriva l'invito a standardizzarle avvalendosi di apposite «schede prodotto», redatte per rappresentare in modo chiaro e conciso le caratteristiche principali degli strumenti offerti, i loro rischi, i costi e i rendimenti attesi.

Il punto di svolta, per quanto riguarda la trasparenza sui prodotti finanziari, è però rappresentato dalla consapevolezza, ormai acquisita dal legislatore europeo, che è necessario estrarre, dall'«informazione omnicomprensiva», l'«informazione chiave».

Si prende atto, in sostanza, che occorre operare una selezione dei contenuti informativi più significativi, che andranno più efficacemente fatti conoscere al risparmiatore.

In questa direzione si sta muovendo la legislazione europea, in procinto di definire un modello unico di informativa sintetica. Il recente regolamento europeo relativo ad alcuni prodotti di investimento (*Packaged Retail and Insurance-based Investment Products - PRIIPs*), destinato ad entrare in vigore il 1° gennaio 2017, prevede infatti che, sulla scia di quanto già contemplato per i fondi comuni d'investimento, al prospetto informativo tradizionale si affianchi il *Key Information Document* (Kid).

Il Kid è un documento di non più di tre pagine, contenente le informazioni chiave sul prodotto offerto, che dovrà

essere consegnato all'investitore prima del perfezionamento dell'operazione.

Lo scorso aprile le tre autorità europee del settore finanziario (Esm, Eba e Eiopa) hanno definito mediante un approccio comune il modello di redazione del Kid, modello che dovrà ora essere approvato in via definitiva dalla Commissione europea.

Con un duplice vantaggio. In primo luogo quello di dare vita ad un documento di facile lettura per l'investitore, in grado di rappresentare con immediatezza le caratteristiche del prodotto, anche attraverso l'utilizzo di una sorta di «termometro», che ne misuri il rischio di mercato e il rischio-emittente secondo livelli crescenti, da 1 (rischio minimo) a 7 (rischio massimo).

In secondo luogo, quello di adottare un sistema unico in tutta Europa, garantendo a tutti i risparmiatori europei il medesimo livello di tutela, per qualunque prodotto acquistato e dovunque si trovi il produttore. In tal modo si potrà evitare che la coesistenza di regimi nazionali diversi, in grado di determinare un «campo di gioco non livellato», favorisca alcune giurisdizioni a scapito di altre.

La trasparenza, da sola, non è sufficiente a tutelare l'investitore. Ad essa devono affiancarsi efficaci regole di correttezza, che definiscano la diligenza che un intermediario deve utilizzare quando si rapporta con la clientela. Ciò al fine di attuare concretamente il principio sancito dall'articolo 21 del Testo unico della finanza (Tuf), secondo cui l'intermediario deve «servire al meglio l'interesse dei clienti».

Consob è intervenuta su questo tema nel dicembre 2014, ben prima delle vicende che hanno interessato le quattro banche, con una comunicazione sui prodotti complessi, che recepiva e completava gli orientamenti assunti in questa materia dall'Esm.

La comunicazione ha avuto lo scopo di raccomandare agli intermediari di astenersi dal distribuire alla clientela *retail* alcune tipologie di prodotti complessi, inasprendo contemporaneamente la vigilanza su quegli intermediari che non

intendessero uniformarsi alla comunicazione stessa. La comunicazione riguardava anche le obbligazioni subordinate.

Lo scorso novembre, poi, Consob ha pubblicato una comunicazione che richiedeva agli intermediari di informare tempestivamente la clientela delle innovazioni normative in tema di *bail in* e di riconsiderare se, alla luce di queste novità, gli investimenti proposti ai clienti risultassero ancora adeguati e appropriati.

Quale ulteriore misura di protezione degli investitori, viene oggi avviata una terza consultazione del mercato su una raccomandazione in tema di distribuzione degli strumenti finanziari attraverso la quotazione diretta su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione, anziché attraverso il tradizionale collocamento presso gli sportelli.

In tal modo, il processo di distribuzione degli strumenti finanziari (incluse le obbligazioni subordinate) - e il relativo meccanismo di formazione del prezzo - risulteranno più trasparenti, meno soggetti a conflitti d'interessi e in grado di assicurare una maggiore liquidabilità degli investimenti.

Ci si potrebbe interrogare sul perché non attendere in questo campo l'entrata in vigore delle nuove norme europee, che potrebbero in larga parte rappresentare la soluzione ai problemi indicati. La risposta è che, in un contesto di mercato caratterizzato da troppi fattori di incertezza, l'attesa può danneggiare i risparmiatori.

Tuttavia, per l'entrata in funzione di almeno un paio di altre importanti misure le autorità nazionali dovranno attendere le decisioni europee.

La Mifid II introdurrà la disciplina della *product governance*, in base alla quale le imprese d'investimento non potranno progettare uno strumento finanziario non adeguato alle esigenze preventivamente individuate della clientela a cui è destinato. In tal modo, la tutela dell'investitore non si esaurirà nel rapporto tra cliente ed intermediario durante il processo di vendita, ma verrà anticipata, sino a costituire un aspetto fondamentale del processo decisionale dell'impresa d'investimento e della definizione delle sue strategie commerciali.

Alla *product governance* si accompagneranno i poteri di *product intervention*, che agiranno quali strumenti di «chiusura» del sistema. Essi consentiranno alle autorità nazionali di vietare agli intermediari, previa notifica all'autorità europea, la vendita di categorie di prodotti o l'utilizzo di pratiche che potrebbero costituire un rischio per gli investitori.

Le regole e i controlli sono necessari, ma non sono sufficienti. È indispensabile disporre di un meccanismo di rapida composizione dei conflitti che si possono venire a creare tra intermediari e investitori. Il decreto legislativo dello scorso agosto ha recepito la direttiva europea in materia di *Alternative Dispute Resolution (Adr)* ed ha accolto la proposta di Consob di istituire un arbitro finanziario. I risparmiatori potranno far valere le loro ragioni, senza attendere i tempi di un procedimento giurisdizionale e in modo del tutto gratuito. Si tratta di un meccanismo stragiudiziale che prevede tempi molto rapidi – al massimo novanta giorni – per la conclusione delle controversie, la partecipazione obbligatoria dell'intermediario, la centralizzazione del processo decisionale e sanzioni per chi non si conformi al giudizio dell'arbitro.

Ma qualsiasi misura non basta se il risparmiatore non è in condizione di comprendere le informazioni che riceve, soprattutto in una realtà che è diventata sempre più complessa.

Obiettivo che si può perseguire diffondendo una più solida educazione finanziaria, a cominciare dalle scuole.

A tal fine sono state avviate iniziative, condivise anche dalla Banca d'Italia e dal governo. Già nel 2014 Consob ha sottoscritto un progetto di educazione finanziaria con le principali associazioni dei consumatori.

Il progetto è stato affinato nel tempo, tanto che nel sito *internet* dell'Istituto è visitabile un portale dedicato all'educazione finanziaria. Si tratta di uno strumento semplice che, anche attraverso l'utilizzo di giochi e questionari, consente a tutti, a cominciare dagli studenti, di passare dalla conoscenza teorica alla sperimentazione pratica dei concetti di base della finanza. Entro la fine di questo mese sarà disponibile per tutti e gratuitamente un applicativo informatico (*app*) attraverso cui si

potranno pianificare e controllare le entrate e le spese personali (*budget planner*), così da aiutare individui e famiglie a programmare risparmio e investimenti.

Pochi mesi fa, infine, Consob ha firmato un accordo di collaborazione con i rettori di alcune delle principali università italiane. L'accordo prevede lo sviluppo di progetti comuni di ricerca in campo economico e giuridico; attività didattiche e formative nel settore dell'economia, della finanza, della regolamentazione dei mercati dei capitali e dell'educazione finanziaria. Ne conseguirà tra l'altro la redazione di guide sintetiche (*handbook*) sulla normativa e i relativi orientamenti applicativi.

Dalla conoscenza potrà derivare una più adeguata capacità decisionale.

* * * * *

Autorità, Signore e Signori,

L'attività umana non è mai esente da rischi.

I poteri pubblici non possono eliminare ogni forma di rischio, ma devono renderlo ragionevole nelle circostanze date.

Nel mondo della finanza ciò significa predisporre tutte le necessarie cautele affinché il risparmiatore sia in grado, in base alle sue capacità, di comprendere a quale rischio può andare incontro e disponga degli strumenti per evitarlo.

Questo è il compito delle autorità di tutela del risparmio.

Le donne e gli uomini che le guidano e che vi lavorano possono, come ogni essere umano, commettere errori. Ma il valore delle istituzioni va salvaguardato.

Ogni istituzione vive ed opera avendo come unico fine il bene collettivo.

Ogni istituzione vive e opera solo in accordo con tutte le altre.

La leale collaborazione e il lavoro comune costituiscono elementi fondamentali per dare coesione alla società.

Loro dovere è quello di «determinare il giusto in modo uguale», come osserva Aristotele, che aggiunge: «quel che è giusto in modo uguale tiene d'occhio il vantaggio dello Stato intero e quello comune dei cittadini».

Se i cittadini non sono convinti che i poteri pubblici agiscono per il loro bene, viene meno la fiducia nella società e, con essa, la speranza nel futuro.

Noi siamo qui per dare fiducia ai risparmiatori italiani.