

Incontro annuale con il mercato finanziario

Discorso del Presidente Giuseppe Vegas

Milano, 8 maggio 2017



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Discorso del Presidente al mercato finanziario

1. Le dinamiche di contesto nell'eurozona
2. L'evoluzione normativa
3. Le nuove regole
4. Uno sguardo al futuro

ἄελπτον οὐδέν, πάντα δ'ἐλπίζειν χρεών

«nulla deve essere inaspettato;
si deve invece sperare ogni cosa»

(Euripide, *Ipsipile*, frammenti)

1 Le dinamiche di contesto nell'eurozona

L'incontro di oggi è l'occasione per una breve analisi su questi ultimi anni, intensi e travagliati per il mercato finanziario e per il Paese.

Tra gli eventi che hanno caratterizzato lo scenario macroeconomico italiano due, in particolare, hanno lasciato un'impronta più di altri.

Innanzitutto, la crisi dell'eurozona in tutte le forme in cui il fenomeno si è manifestato: perdita di competitività del sistema produttivo; bassa crescita economica; squilibri dei conti pubblici; traslazione dei rischi di finanza pubblica sul sistema bancario; incremento dei crediti deteriorati nei bilanci delle banche.

In secondo luogo, l'avvio del sistema europeo di vigilanza sul comparto bancario e l'introduzione di normative di settore, a cominciare dal *bail-in*, la disciplina sui salvataggi interni.

L'effetto combinato di questi eventi e della crisi subito precedente, quella dei mutui *subprime*, ha segnato profondamente la fisionomia economico-finanziaria del Paese. Dal 2008 ad oggi il tessuto produttivo ha perso il 20 per cento circa della sua trama. Il settore creditizio è stato sottoposto ad uno stress senza precedenti, dando luogo ad un processo di ristrutturazione tuttora in corso. In una borsa banco-centrica come quella italiana ne ha sofferto a cascata l'intero listino. La ripresa di cui hanno

beneficiato altri mercati europei, con rialzi anche a due cifre, non è arrivata in Piazza Affari. Tra gennaio 2011 e aprile di quest'anno l'indice FtseMib è rimasto pressoché invariato (+2,16 per cento).

Mentre l'Italia ripiegava in una seria crisi domestica, alcuni Paesi dell'eurozona hanno vissuto una fase di crescita robusta; altri hanno saputo avviare processi di ristrutturazione interna, che cominciano a dare frutti. Fuori dall'Europa l'economia mondiale si presenta complessivamente in buona salute, anche se permangono ampie aree di sottosviluppo.

Nel Vecchio Continente solo gli interventi di una politica monetaria straordinariamente espansiva, praticata in questi anni dalla Banca Centrale Europea, hanno potuto controbilanciare gli squilibri intrinseci dell'eurozona. Con le sue scelte, la BCE ha contribuito in modo determinante a scongiurare il rischio di disgregazione dell'area. Ha concesso tempo per attuare le riforme necessarie ad adattarci all'ambiente della moneta unica. Con ciò ha ridotto la pressione su quei Paesi, come il nostro, che più di altri avevano bisogno di recuperare terreno sul piano della competitività, della stabilità e della convergenza. Questa opportunità non è stata colta a pieno.

L'inflazione si sta progressivamente riportando in prossimità dell'obiettivo del 2 per cento, mentre negli Stati Uniti è già in corso un inasprimento monetario. L'Italia dovrà prepararsi ad affrontare la nuova situazione che si profila, non potendo più contare sul puntello esterno della leva monetaria. In una prospettiva di medio termine, la coesione dell'eurozona può scaturire, infatti, soltanto dalla intrinseca convergenza macroeconomica dei Paesi membri. La politica monetaria non può e non deve svolgere un ruolo improprio di supplenza. Il presidente della BCE, Mario Draghi, ce lo ricorda di continuo.

Sarà un momento di scelte cruciali per il Paese. L'Italia ha ribadito in tutte le sedi europee di fare della convergenza e della stabilità la bussola di riferimento delle sue politiche economiche e fiscali. Tuttavia, il Paese da una parte ha adottato innovazioni normative significative, arrivando a scolpire in Costituzione l'obiettivo del pareggio di bilancio; dall'altra non è riuscito a rimuovere le cause profonde della divergenza

economico-sociale con il resto dell'Europa. Di fatto il divario dei primi anni Novanta tra i Paesi poi confluiti nell'eurozona persiste; in parte si è addirittura allargato.

L'euro avrebbe potuto favorire, anche grazie all'effetto benefico della pressione del vincolo esterno, l'adozione di un modello virtuoso di sviluppo per il sistema produttivo italiano, contribuendo a creare le condizioni di un ammodernamento generale del Paese. Negli ultimi venti anni, in realtà, il nostro sistema produttivo ha subito un'erosione di competitività nell'ordine del 30 per cento rispetto alla Germania.

È in questo divario che nasce e si sviluppa il differenziale di rendimento fra titoli di Stato dell'eurozona, l'indicatore che sintetizza la divergenza tra sistemi-Paese.

La moneta unica ha creato un ecosistema in cui la competitività può essere difesa e incrementata solo attraverso le leve dell'istruzione, dell'innovazione e delle riforme del quadro macroeconomico.

Non ci sono scorciatoie facili. Da più parti viene prospettata l'uscita dall'euro come una pronta soluzione contro i mali che affliggono l'economia nazionale. Lo scenario Italexit metterebbe a repentaglio la stabilità, il buon funzionamento del sistema finanziario e la salvaguardia del mercato, obiettivi che rientrano nella missione istituzionale della Consob. Il solo annuncio di un ritorno ad una valuta nazionale provocherebbe, da parte degli investitori internazionali, un immediato deflusso di capitali, tale da mettere gravemente a repentaglio la capacità dell'Italia di rifinanziare il terzo debito pubblico del mondo. Italexit sarebbe anche uno *shock* per l'intera eurozona. Ne metterebbe a rischio la sopravvivenza.

Oggi più che mai convergenza, stabilità e competitività restano le parole-chiave per guardare al futuro. Prioritaria è l'esigenza di portare a compimento le riforme annunciate e quelle già intraprese per generare un ambiente favorevole agli investimenti e allo sviluppo delle imprese (anche medio-piccole) e di avviare quelle necessarie allo svecchiamento delle infrastrutture, in coerenza con i piani europei. Né può trascurarsi un processo di liberalizzazione, che riconsideri il perimetro dell'intervento

pubblico nell'economia. Imprescindibile è inoltre il controllo del territorio da parte dello Stato in tutte le aree della Penisola: è il presupposto per la sicurezza degli investimenti e la libertà d'impresa.

A sessant'anni dalla firma dei trattati di Roma, l'Europa ha ribadito quasi all'unanimità la volontà comune di non deflettere dal cammino dell'integrazione, anche istituzionale e politica.

La spinta centrifuga della Brexit rende più convinta questa scelta di coesione, sia pure soltanto a Ventisette.

La stretta europea sulle banche

La crisi dell'eurozona è coincisa con una nuova stagione di regolamentazione del settore bancario che, a partire da Basilea 3, si è posta come obiettivo prioritario la stabilità patrimoniale degli istituti di credito. L'intento era quello di contrastare e prevenire gli effetti destabilizzanti della crisi dei mutui a basso merito di credito, nata negli Stati Uniti nel 2007 – 2008 e subito propagatasi in Europa e nel resto del mondo.

Si è poi intrecciata anche con l'adozione, a partire dal 2014, di un sistema di vigilanza unica per il settore bancario. Nata dall'esigenza di uniformare la supervisione, la vigilanza unica europea ha in parte contribuito ad apportare nuovi fattori di tensione.

L'emergenza *post-subprime* è stata affrontata con ricette diverse da Paese a Paese. In Europa la maggior parte dei governi ha scelto di fare ricorso massiccio al denaro pubblico per puntellare la stabilità delle banche e scongiurare il rischio di fallimenti. La stessa strada è stata intrapresa anche negli Stati Uniti. Abbiamo visto nazionalizzazioni e iniezioni di risorse finanziarie fresche a carico dei contribuenti per somme che, nella sola Unione europea, hanno raggiunto i 465 miliardi di euro. L'Italia – anche a causa dei vincoli di finanza pubblica – ha preferito, invece, fare affidamento quanto più possibile sulla capacità del sistema di trovare al proprio interno le risorse necessarie per contenere al minimo l'intervento dello Stato.

L'effetto congiunto del nuovo quadro normativo e dei requisiti di stabilità posti dalla vigilanza europea ha successivamente indotto le banche italiane a varare, in un contesto macroeconomico avverso, piani impegnativi di rafforzamento patrimoniale. Dal 2014 ad oggi i principali istituti di credito hanno realizzato aumenti di capitale per quasi 31 miliardi di euro. Entro la fine di quest'anno sono previsti, ad oggi, altri interventi per almeno ulteriori 16 miliardi. È stato uno sforzo straordinario, con effetti collaterali e indesiderati di natura pro-ciclica. In una prospettiva di medio e lungo periodo queste misure potranno rivelarsi risolutive, ma nel breve periodo hanno aggravato il quadro di incertezza e di instabilità.

La ristrutturazione del sistema bancario è resa più difficile dal carico dei crediti deteriorati. Le autorità europee premono per trovare una rapida soluzione. Ma la fretta potrebbe rivelarsi cattiva consigliera.

L'impatto dei *non-performing loans* (Npl) sui bilanci delle banche si riduce quanto più si allunga l'orizzonte temporale della loro gestione. Per gli investitori specializzati l'operazione presenta margini di redditività, che salgono se aumenta la pressione a vendere. Un approccio oculato dovrebbe prevenire il rischio di svendita di questi *asset*.

Quanto più il valore dei Npl viene abbattuto, scavando voragini nei bilanci, da riempire con risorse aggiuntive sottratte al credito, tanto più aumenta il profitto di chi acquista a prezzi stracciati per poi rivendere con plusvalenze. Il mercato internazionale segue la partita con attenzione, forse non disinteressata, fiutando il grande affare. Le banche italiane hanno la capacità e le risorse umane, per gestire al proprio interno questo processo, senza ricorrere a soluzioni che andrebbero ad esternalizzare il lucro a beneficio di altri. Un aiuto potrebbe venire anche da strumenti innovativi, come ad esempio la creazione di un mercato regolamentato dei crediti deteriorati, che favorisca l'incontro trasparente fra domanda e offerta.

Tra i fattori normativi che sul mercato domestico più hanno scosso la fiducia dei risparmiatori si pone la direttiva europea sui salvataggi bancari dall'interno, la *Bank Recovery and Resolution Directive* (Brrd), nota per l'introduzione del *bail-in*. La

nuova disciplina è stata progettata con l'obiettivo di evitare il contagio tra banche e debiti sovrani, limitare gli aiuti di Stato e garantire maggiore concorrenza nel settore. Tuttavia, al tavolo del regolatore europeo, cui la Consob non è stata chiamata, non si è tenuto nella dovuta considerazione l'impatto sui piccoli risparmiatori.

La direttiva sul *bail-in* ha voluto ribaltare l'approccio perseguito in precedenza, quello dei salvataggi dall'esterno (*bail-out*), che aveva scaricato sulla fiscalità generale, e quindi sull'intera platea dei contribuenti, i costi di stabilizzazione del sistema bancario. Il *bail-in*, infatti, addebita l'onere dei salvataggi ad investitori, azionisti e obbligazionisti, arrivando a coinvolgere anche i risparmiatori-correntisti per i depositi superiori ai 100.000 euro. Sul piano metodologico tuttavia, l'inversione di rotta ha una sua logica. Ma le modalità concrete di attuazione del *bail-in* hanno introdotto elementi fortemente distorsivi. In particolare, si è rivelata infelice e poco ponderata la scelta di adottare la nuova disciplina con effetto retroattivo. È una scelta che contrasta con i principi di fondo del diritto. Va corretta quanto prima. In tale quadro andrebbe riconsiderato anche il coinvolgimento degli obbligazionisti, per esempio introducendo una soglia di salvaguardia a 100.000 euro, analoga a quella prevista per i correntisti.

Il *bail-in*, anticipato dalla comunicazione sul *burden sharing* della Commissione Ue (luglio 2013) e poi approvato in sede europea nel giugno 2014, è stato infine recepito nell'ordinamento legislativo italiano a metà novembre 2015, poche settimane prima della sua entrata in vigore (gennaio 2016). In assenza di un'adeguata fase di transizione si è rivelato uno *shock* normativo, che ha contribuito a minare la fiducia nel sistema bancario. Il *bail-in* ha anche ridotto, fin quasi ad azzerarlo, lo spazio di manovra della vigilanza preventiva.

È stata modificata con un tratto di penna la natura di strumenti finanziari, come le obbligazioni subordinate, emessi e collocati anni prima, in un contesto di regole e di mercato del tutto diverso, talvolta addirittura prima del fallimento, a settembre 2008, della banca d'affari americana Lehman Brothers. Prodotti a basso rischio, presenti nel portafoglio di tanti piccoli

risparmiatori, si sono trasformati di colpo in prodotti rischiosi e inadeguati.

Il primo e provvisorio bilancio di applicazione del *bail-in* non può dirsi positivo. Le stesse regole che l'Europa si è data per assicurare stabilità si sono rivelate in questo caso un fattore di instabilità. Alla prova dei fatti, l'idea di circoscrivere ai soli investitori di una banca i costi del salvataggio si sta mostrando illusoria. La gestione delle crisi bancarie può richiedere interventi tempestivi, talvolta fulminei, incompatibili con i meccanismi decisionali sull'asse Francoforte-Bruxelles.

In questi anni Consob si è trovata ad operare in un quadro radicalmente mutato. Inizialmente la vigilanza era concentrata sulla tenuta dei mercati azionari. Oggi la borsa ha perso centralità. Gli italiani tendono sempre di più ad allocare il proprio risparmio, oltre che nei fondi, presso conti correnti bancari o postali, voltando le spalle a Piazza Affari. È un segno di ansia per il futuro. Fra il 2007 e il 2016 l'incidenza dei depositi bancari e postali sulle attività finanziarie totali è passata dal 38,1 per cento al 46,8 per cento, mentre la ricchezza detenuta in azioni e in titoli di debito pubblico è passata, rispettivamente, dal 10,5 per cento al 5,3 per cento e dal 13,4 per cento al 10,8 per cento. Al tempo stesso c'è stata una progressiva estensione delle aree di rischio, a partire dai titoli di Stato e dalle obbligazioni bancarie, fino ad arrivare agli stessi depositi, che oggi, alla luce del *bail-in*, devono essere valutati alla stregua di una qualsiasi forma di investimento.

2 L'evoluzione normativa

La regolamentazione europea dei mercati finanziari è un cantiere permanente, in continuo cambiamento per effetto di una produzione normativa di proporzioni mai raggiunte in passato.

In meno di vent'anni, da quando nel 1999 la Commissione europea lanciò il Financial Services Action Plan, il quadro di riferimento è stato quasi completamente riscritto più di una volta. Siamo oggi nella fase di revisione di direttive e

regolamenti introdotti solo pochi anni fa. Gli interventi hanno interessato pressoché tutti i settori, dagli abusi di mercato alla prestazione dei servizi d'investimento; dal prospetto informativo ai diritti degli azionisti.

Resiste, invece, la disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto (Opa), rimasta ancorata ad una direttiva del 2004, che, consentendo ampia discrezionalità agli Stati membri, ha di fatto determinato una sorta di regolamentazione «fai da te». In fase di applicazione, la disciplina ha evidenziato problemi di asimmetria e di mancanza di reciprocità. Occorre in questo caso uniformare le normative nazionali, rimuovendo le divergenze che penalizzano le giurisdizioni più aperte alla circolazione dei capitali. Resta da definire, possibilmente su basi comuni, la questione della tutela delle imprese considerate di interesse strategico nazionale.

La mole delle nuove regole emanate negli ultimi anni è impressionante. Per guidare gli operatori nella lettura di un quadro normativo sempre più complesso, Consob sta facendo ricorso allo strumento dei manuali, i cosiddetti *Handbooks*. Si tratta di guide operative, che rendono più semplice la comprensione e l'applicazione delle normative. Le prime guide, già in consultazione, riguardano la gestione delle informazioni privilegiate e le raccomandazioni d'investimento.

L'ultima direttrice della normativa europea è stata quella del rilancio del mercato dei capitali. Il progetto della Capital Markets Union mira a rafforzare i canali di finanziamento delle imprese, in particolare di quelle piccole e medie, alternativi rispetto al canale bancario, non più in grado, da solo, di supportare la crescita e di sostenere l'economia reale. Il piano punta a valorizzare il ruolo di investitori istituzionali, fondi di *venture capital*, imprese di assicurazione e fondi pensione, nel fornire capitali alle Pmi.

Gli interventi della Consob

Consob ha svolto un ruolo di apripista in Europa, percorrendo per prima strade poi intraprese e condivise anche dal regolatore europeo. Le discipline adottate in sede Ue negli ultimi anni in materia di agenzie di *rating*, di negoziazioni ultraveloci

(*High Frequency Trading*) e di vendite allo scoperto nascono anche da iniziative di Consob, poi portate in ambito europeo. Si è inteso porre così un argine allo strapotere dei grandi operatori di *trading*, meglio attrezzati e in grado di condizionare l'andamento delle transazioni.

Dal 2011, primo anno di applicazione del regolamento Consob in materia di parti correlate, si è diradata la rete di intrecci, che fino ad allora aveva caratterizzato il capitalismo italiano. La vigilanza si è concentrata sulla gestione e la prevenzione dei conflitti d'interesse, per contrastare i fenomeni di espropriazione di valore a danno dei piccoli azionisti. È un modello in buona sostanza recepito anche in sede europea nella nuova direttiva sui diritti degli azionisti (*Shareholders' Rights Directive*).

La priorità che Consob si è data in questi anni è costituita dalla vigilanza sul collocamento dei prodotti finanziari ai piccoli risparmiatori. Su questo fronte, avrebbe potuto segnare un salto di qualità l'attribuzione all'Istituto del potere di *product intervention*, cioè la facoltà di vietare la vendita al pubblico *retail* di prodotti finanziari opachi e complessi. È un potere, previsto dalla Mifid 2, in vigore dal prossimo anno, che l'Italia avrebbe potuto anticipare a livello nazionale. Una richiesta in tal senso, avanzata da Consob al governo a inizio 2013, non ha avuto seguito.

Siamo potuti intervenire, quindi, solo a normativa vigente. Subito dopo l'entrata in vigore, nel luglio 2013, della disciplina sul *burden sharing*, abbiamo richiesto di rappresentare nelle prime pagine dei prospetti questo nuovo fattore di rischio. Nel dicembre 2014 abbiamo adottato una Comunicazione finalizzata ad evitare che gli intermediari potessero vendere ai piccoli risparmiatori prodotti finanziari complessi, ivi comprese le obbligazioni subordinate.

Anche in conseguenza di ciò, tra il 2015 e il 2016 il risparmio investito in obbligazioni bancarie si è in parte spostato verso altre forme d'impiego, come i fondi comuni e i depositi bancari, imprimendo un'accelerazione ad una tendenza già in atto. Il peso delle obbligazioni bancarie nei portafogli dei clienti è sceso nel biennio del 28 per cento circa.

In linea con questo intervento, Consob ha assunto ulteriori iniziative a tutela del risparmio.

In fase di recepimento della direttiva sul *bail-in*, a ottobre 2015, abbiamo evidenziato a Parlamento e governo le criticità legate alla scelta di far prevalere le ragioni della stabilità su quelle della trasparenza. È preferibile, infatti, conoscere l'identità dei soggetti a rischio, per non alimentare timori generalizzati, che possono propagarsi all'intero sistema finanziario. Questa considerazione, fatta propria dal Parlamento, non ha trovato spazio nella versione definitiva del provvedimento. Tuttavia è stata condivisa dall'Esma.

A pochi giorni di distanza dal recepimento della direttiva Brrd (novembre 2015), l'Istituto ha emanato una Comunicazione per far sì che gli intermediari avvertissero i clienti dei rischi di perdita totale dell'investimento, anche nel caso di sottoscrizione di obbligazioni bancarie, e riconsiderassero, in fase di collocamento, l'accresciuto rischio per i piccoli risparmiatori dei prodotti sottoponibili a *bail in*.

Altri due interventi, sui prospetti e sulle modalità di distribuzione degli strumenti finanziari, sono stati adottati nel 2016. Con il primo, sono state emanate le linee-guida sulle «Avvertenze per l'Investitore», contenute nei prospetti informativi. L'obiettivo è di fornire nelle prime pagine e in piena evidenza grafica una rappresentazione sintetica ed efficace dei profili di rischio più rilevanti ed innalzare con ciò il grado di consapevolezza degli investitori.

Con il secondo, Consob è intervenuta sulla compravendita degli strumenti finanziari. Con un duplice intento: avvicinare la domanda e l'offerta in un mercato che abbia requisiti minimi di liquidità e favorire un meccanismo trasparente di formazione dei prezzi. La Comunicazione chiede, infatti, agli intermediari di distribuire i loro titoli attraverso una sede multilaterale di negoziazione, cioè un mercato regolamentato o un Mtf, in luogo del tradizionale collocamento allo sportello.

In occasione di recenti aumenti di capitale delle banche più coinvolte nella crisi, grazie alla *moral suasion* di Consob, gli

intermediari hanno rafforzato, in aggiunta agli standard comportamentali richiesti dalla Mifid, le tutele dei risparmiatori. Anziché firmare il consueto modulo prestampato, gli investitori che hanno inteso partecipare all'aumento di capitale, hanno dovuto redigere di proprio pugno una dichiarazione olografa per attestare la piena consapevolezza dei rischi connessi all'investimento.

Sul piano della repressione, sono stati accertati illeciti di banche e intermediari in sede di vendita di prodotti finanziari ai clienti. Le violazioni riguardano la prestazione dei servizi d'investimento, la normativa sui prospetti, la disciplina *market abuse*. Le sanzioni comminate alle sole banche dal 2011 ad oggi ammontano ad oltre 22 milioni di euro, di cui più di 9 nei primi quattro mesi del 2017. Altri procedimenti sono tuttora in corso e potranno portare a nuove sanzioni.

Ma non basta reprimere. Occorre anche dare ristoro ai risparmiatori. È per questo che l'Istituto ha ottenuto dalla legge la possibilità di costituire uno strumento efficace per risarcirli. È nato così l'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF), un organismo per la risoluzione stragiudiziale delle liti fra intermediari e risparmiatori. L'Arbitro è operativo dal gennaio scorso. È gratuito per i risparmiatori ed è obbligatorio per gli intermediari. I tempi di pronuncia sono rapidi, massimo sei mesi. Le prime decisioni sono previste entro il corrente mese. Ci sono le premesse affinché l'Arbitro si affermi come un ponte tra risparmio e industria finanziaria, contribuendo a ricostruire la fiducia reciproca.

La tutela del risparmio, infine, non può prescindere dall'educazione finanziaria, primo presidio di autotutela. Nei mesi scorsi il governo e il Parlamento, con il decreto-legge «salva-banche», hanno varato un ambizioso piano nazionale di educazione finanziaria. L'iniziativa riprende uno dei punti cardine della «Carta degli Investitori», progetto avviato dall'Istituto nel 2013, in collaborazione con le associazioni dei consumatori. Consob, insieme alle altre Autorità di vigilanza coinvolte, darà il suo convinto supporto.

Lo sviluppo dei mercati

Un mercato efficiente, in cui tutti possano operare a parità di condizioni, è il presupposto fondamentale per salvaguardare il risparmio. Non a caso il Testo unico della finanza include nella missione delle Autorità di vigilanza «la competitività del sistema finanziario» e «l'agevolazione dell'innovazione e della concorrenza»: obiettivi, entrambi, ripresi nel Piano strategico della Consob per il 2016-2018. Mercati dinamici, liquidi e diversificati costituiscono una garanzia per l'investitore, generano un circolo virtuoso per l'economia reale, contribuiscono allo sviluppo del Paese.

In un mondo globalizzato, in cui le giurisdizioni sono in concorrenza tra loro, occorre ridurre al minimo, se non eliminare del tutto, gli oneri aggiuntivi gravanti sulle imprese nazionali rispetto alla legislazione europea.

Già nel 2011 Consob aveva passato al setaccio tutti i suoi regolamenti, con l'obiettivo di rimuovere prescrizioni e adempimenti di derivazione domestica che non superassero l'esame dell'analisi costi-benefici. Pochi mesi dopo, la legge di stabilità per il 2012 sancì il divieto di *gold plating*.

Consob ha inoltre promosso l'iniziativa di un protocollo d'intesa (*PiùBorsa*) con gli operatori del mercato per incentivare l'ingresso delle Pmi in Piazza Affari. Dal 2014 si è mossa su questa stessa strada anche la Commissione europea, con il progetto di Capital Markets Union.

Molte delle idee sviluppate nell'ambito di *PiùBorsa* sono state fatte proprie dal Governo e poi tradotte in norme di legge. Tra queste, la possibilità di emettere azioni a voto maggiorato e a voto multiplo, le soglie variabili per l'Opa obbligatoria e gli incentivi fiscali della cosiddetta Super-Ace.

Sul fronte delle *start-up*, Consob ha disciplinato, prima in Europa, la raccolta di capitale di rischio tramite portali *on-line*, il cosiddetto *crowdfunding*, recentemente esteso a tutte le Pmi. È uno strumento promettente e in crescita, ma non privo di rischi. La regolamentazione e i controlli devono tenerne conto.

Effetti positivi discenderanno dai Piani individuali di risparmio (Pir), previsti dalla legge di bilancio per il 2017. Anche grazie alla leva degli incentivi fiscali, i Pir potranno rivelarsi un volano utile a canalizzare il risparmio verso le Pmi e l'economia reale. I primi riscontri riguardo alla loro accoglienza sui mercati sono incoraggianti. Per sfruttare al massimo le potenzialità di questo strumento, è necessario garantire a tutti i risparmiatori la possibilità di accedervi, anche attraverso piani di gestione individuali.

L'afflusso di risorse finanziarie alle Pmi presuppone che il mercato sia messo in condizione di conoscerne e valutarne le capacità d'investimento, la solidità patrimoniale e la solvibilità. Il che oggi, spesso anche per motivi di costo, non avviene. Sarebbe assai utile disporre di un *hub* europeo per la raccolta dei dati finanziari sulle Pmi, che contenga, in una banca dati accessibile al pubblico, informazioni standardizzate e comparabili. Ne risulterebbe agevolato l'incontro tra domanda e offerta di capitali.

3 Le nuove regole

L'agenda del prossimo anno è piena e in parte già scritta. Dal 2018, infatti, cambiano ancora una volta le regole dei mercati. Saranno efficaci cinque nuove normative europee, che vanno a disciplinare o a ridisciplinare la prestazione dei servizi d'investimento (Mifid 2), l'offerta di prodotti finanziari pre-assemblati emessi da banche e assicurazioni (Priips), i prospetti, le informazioni non finanziarie e i diritti degli azionisti.

Tra le principali novità della Mifid 2 ci sono due nuovi presidi a tutela dei risparmiatori: la *product governance* e la *product intervention*. La prima prevede l'obbligo di tener conto delle esigenze della clientela *retail* già nella fase di progettazione e ingegnerizzazione dei prodotti da offrire al pubblico. Con ciò la tutela dei piccoli investitori è estesa «a monte» delle fasi di collocamento e vendita e non più soltanto «a valle». La *product intervention*, invece, attribuisce alle Autorità di vigilanza, come accennavo prima, il potere di vietare la commercializzazione di

prodotti opachi e complessi. La cassetta degli attrezzi viene così rafforzata.

La Mifid 2 disciplina, inoltre, la consulenza indipendente. Ne deriveranno un'estensione del mercato e una maggiore autonomia di chi intende offrire questo tipo di servizio. Ne discenderà altresì un ampliamento della gamma dei prodotti oggetto di consulenza, riducendo con ciò il rischio di conflitto d'interessi.

Sempre in materia di consulenti finanziari, la legge ha previsto che la vigilanza su di essi passi da Consob all'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo dei consulenti finanziari (OCF). In ogni caso, per garantire il controllo pubblico, l'OCF rimarrà sottoposto alla supervisione dell'Istituto.

Dal gennaio 2018 entrerà in vigore il Regolamento europeo sui prodotti finanziari «pre-assemblati» (Priips). Al tradizionale prospetto informativo si affiancherà il Kid (Key Information Document), sulla scia di quanto già oggi avviene per i fondi comuni d'investimento.

Il Kid è un documento snello, che contiene le informazioni-chiave su caratteristiche, rischi, costi e rendimenti dei prodotti offerti. Il documento risulterà fondamentale per far sì che gli investitori dispongano di un parametro sintetico e facilmente comprensibile anche da parte dei risparmiatori meno esperti, accurato e condiviso a livello europeo, circa il grado di rischio e le prospettive di rendimento del prodotto. Il nuovo strumento, che ha carattere obbligatorio, prevede la classificazione dei rischi secondo una scala crescente da uno a sette. Il criterio è stato elaborato in dettaglio dalle Autorità europee e approvato dall'Europarlamento dopo un lungo processo negoziale. Quanto al calcolo degli scenari di rendimento, esso fa uso di una metodologia di tipo probabilistico, direttamente definita in ambito europeo. Dal prossimo anno, quindi, tutti i Paesi Ue adotteranno in modo vincolante la stessa rappresentazione di rischi e rendimenti. Viene con ciò superata una polemica strumentale, che si è protratta per anni nel dibattito pubblico nostrano.

Il nuovo regolamento sul prospetto interviene invece sulla normativa europea di settore in vigore dal 2004. È una direttiva che ha avuto il merito di armonizzare il contenuto dei documenti d'offerta, ma che ha lasciato spazio ad un eccesso di informazioni. Il risultato è stato quello di favorire la redazione di prospetti molto corposi e poco fruibili per i destinatari. Per ovviare a questo inconveniente, il Legislatore europeo ha stabilito che il prospetto sia preceduto da una sintesi di non più di sette pagine con le informazioni-chiave sulla società emittente e sugli strumenti offerti. Il risparmiatore sarà così dotato di un mezzo per comprendere agevolmente i principali rischi e le opportunità dell'investimento.

Dal 2018 la Consob sarà chiamata per la prima volta a vigilare sulle dichiarazioni di carattere non finanziario, che andranno ad integrare i bilanci di banche, assicurazioni e società quotate di maggiori dimensioni. Si tratta di informazioni aggiuntive su temi importanti, come il rispetto dell'ambiente, l'impatto sociale, la gestione del personale, la salvaguardia dei diritti umani e la lotta alla corruzione.

L'Istituto si troverà ad operare in ambiti che esulano dalla disciplina dei mercati finanziari in senso stretto. È una sfida che pone l'Autorità di controllo sul terreno nuovo della valutazione di dati e comportamenti finora non presi in considerazione e che, ciò nonostante, possono influire sullo sviluppo delle imprese e la soddisfazione degli investitori. A breve partirà la consultazione con il mercato sulle modifiche regolamentari che Consob dovrà adottare in materia.

Occorrerà poi recepire la nuova direttiva sui diritti degli azionisti. Il tema dei sistemi di governo delle società è sempre attuale. Il problema cruciale rimane quello del conflitto tra maggioranza e minoranze azionarie.

Il Legislatore europeo, nel rielaborare la normativa, ha avuto come principio-guida la tutela dell'investimento di lungo termine, considerato un fattore in grado di creare valore per l'impresa, e ha inteso stimolare la partecipazione degli azionisti alla *governance*, per limitare il rischio di comportamenti speculativi e opportunistici di breve termine.

Si tratta di un'impostazione di fondo condivisibile. Tuttavia, in materia, è opportuna una riflessione su alcuni temi. Ne cito due: il meccanismo del voto di lista e le deleghe di voto.

Il voto di lista ha dato buona prova di sé in società nelle quali vi è un azionista che detiene il controllo di diritto. Per converso, nelle società ad alta capitalizzazione e a capitale diffuso, l'introduzione del voto di lista – *unicum* italiano – ha portato a conseguenze in alcuni casi paradossali. È successo, ad esempio, che dalla lista arrivata seconda per numero di voti fosse tratta la maggioranza degli amministratori. È un fenomeno in potenziale crescita e rilevante per le caratteristiche delle imprese coinvolte. È quindi probabilmente giunto il momento di valutare l'opportunità di lasciare agli statuti societari la scelta dell'adozione o meno di tale meccanismo.

Quanto alla raccolta delle deleghe di voto, il recepimento della nuova direttiva sui diritti degli azionisti potrà costituire l'occasione per rafforzare i presidi di trasparenza e correttezza, che potrebbero essere minati da un'eccessiva concentrazione delle deleghe stesse.

È tuttora di attualità il tema del rapporto tra sanzioni amministrative e sanzioni penali. All'indomani della sentenza, pronunciata nel marzo 2014 dalla Corte europea dei diritti dell'uomo (Cedu), da più parti è stata messa in discussione la legittimità delle sanzioni Consob in una materia, come quella degli abusi di mercato, presidiata anche dalla giustizia penale. La sanzione penale è una risposta punitiva necessaria e la Consob collabora attivamente con la Magistratura. Essa, tuttavia, ha finalità diverse rispetto alla sanzione amministrativa, volta a rimuovere le condotte che alterano le condizioni di parità informativa e garantire l'integrità dei mercati. Questa realtà è stata riconosciuta dai più alti gradi di giudizio, laddove hanno sancito che il «doppio binario» non viola necessariamente il principio del *ne bis in idem* se le sanzioni amministrative e quelle penali rappresentano due aspetti integrati della medesima risposta punitiva.

Vale la pena di ricordare che, dal recepimento della prima direttiva sugli abusi di mercato, nell'aprile 2005, l'Istituto ha comminato sanzioni, in questa materia, per un ammontare di circa 100 milioni e ha confiscato beni per oltre 85 milioni di euro.

4 Uno sguardo al futuro

FinTech, la disintermediazione della finanza

La sfida che oggi in tutto il mondo i regolatori dei mercati finanziari hanno davanti a sé si chiama FinTech, ovvero digitalizzazione e disintermediazione dell'industria finanziaria.

La presenza sempre più pervasiva delle tecnologie informatiche e dell'intelligenza artificiale nella finanza ha innescato processi di trasformazione profonda, che nel giro di pochi anni potrebbero cambiare radicalmente la fisionomia e la geografia dei mercati così come li abbiamo conosciuti finora. I confini tra intermediari, emittenti e mercati, già sfumati dalla normativa Mifid, tendono a svanire definitivamente. Lo stesso apparato concettuale e giuridico oggi utilizzato per la regolamentazione finanziaria sarà presto obsoleto.

L'innovazione presenta, come sempre, opportunità, ma anche rischi. Innanzitutto, per chi fruisce dei servizi finanziari: individui e imprese. In secondo luogo, per gli stessi operatori del mercato, che dovranno adattarsi al nuovo ecosistema, sviluppando modelli operativi che assicurino redditività anche nelle mutate condizioni ambientali. In terzo luogo, per gli stessi regolatori, siano essi nazionali o internazionali, di rango primario o secondario.

Per l'industria dei servizi finanziari il futuro è di fatto già iniziato. Gli algoritmi sono il motore principale di questo processo. Nuovi protagonisti si accingono ad entrare nel campo della finanza. Alcuni (pochi) muovono da posizioni dominanti costruite in altri settori, come il commercio elettronico, la ricerca dati automatizzata, i canali *social*; altri, invece, (molti) muovono

dal basso, partendo dallo sviluppo di soluzioni tecnologiche innovative di nicchia, che intercettano la domanda di servizi finanziari. È proprio questo il principale motore dell'innovazione, che nasce spesso dall'intelligenza di piccoli *team*.

I regolatori, a tutti i livelli, dovranno confrontarsi con queste realtà, cercando il punto di equilibrio tra rischi e benefici, con l'obiettivo di assicurare agli investitori e al mercato un livello appropriato di protezione e, senza contrastare innovazione e competitività, di abbattere i costi per i risparmiatori.

Il possesso dei *big data* - le immense banche dati in grado di tracciare con crescente precisione gusti, bisogni, stili di vita degli individui - conferisce un vantaggio competitivo straordinario nella profilazione della clientela e nell'anticipazione delle sue esigenze. Rappresenta però anche una barriera all'accesso per eventuali concorrenti.

In un mondo globalizzato la tecnologia applicata alla finanza assumerà sempre più una valenza strategica, non solo per l'esecuzione di transazioni finanziarie in modo rapido ed efficiente, ma anche e soprattutto per la gestione - attraverso gli strumenti dell'intelligenza artificiale - delle informazioni necessarie all'ottimale configurazione dei servizi offerti sul mercato. Sono già cambiate le modalità di prestazione dei servizi finanziari, data la natura non mediata e multilaterale della comunicazione a distanza tramite l'uso di strumenti digitali (smartphone, tablet, Pc). Si pensi, ad esempio, al fenomeno del *robo advice*, la consulenza finanziaria resa tramite piattaforme digitali e fondata su algoritmi, che rende possibile, a costi ridotti per l'investitore, l'assistenza di tipo continuativo ad una platea potenzialmente vastissima.

Si va delineando un sistema di rapporti disintermediati tra chi richiede denaro e chi è disposto a prestarlo. Il tutto avverrà *on-line* senza costi di transazione (*peer to peer lending*). Per individui e imprese si aprono nuove vie di accesso al capitale di credito e a quello di rischio. Si tratta di un'occasione imperdibile per un sistema, come quello italiano, basato sulle piccole e medie imprese.

Il fenomeno, attualmente poco visibile, è destinato ad esplodere nel giro di pochi anni. Esso potrebbe porre problemi drammatici di tenuta del sistema delle banche, se queste non riusciranno ad adattarsi rapidamente. La rete del FinTech si muove in una sorta di limbo regolamentare, che ne favorisce l'azione. Esattamente il contrario di quanto avviene nel tradizionale settore creditizio, appesantito da una massiccia regolamentazione, stratificata nel tempo.

Se non si vuole il Far West, occorrerà procedere a regolamentare i nuovi fenomeni. Ciò tuttavia dovrà avvenire in modo graduale e proporzionato, per accompagnare le nascenti imprese nel loro sviluppo attraverso norme specifiche, via via più stringenti in funzione della crescita dimensionale e degli occupati (il cosiddetto *sandbox*). In caso contrario, se si adottasse la medesima regolamentazione oggi in vigore nel settore finanziario, si condannerebbero le nuove imprese FinTech a morte certa, dando spazio a quelle che crescono in altre realtà regolamentari.

Infine, dovranno essere valutate con attenzione le possibili applicazioni nel campo del *post-trading* ed, eventualmente, del *trading*, delle nuove tecnologie del tipo *Blockchain/Dlt (Distributed Ledger Technology)*, che si stanno sviluppando sull'onda di nuovi sistemi di pagamento basati su monete virtuali, come i Bitcoin. Tali applicazioni sono fondate sulla condivisione delle informazioni fra tutti i partecipanti e, in alcune versioni, sull'assenza di un'infrastruttura centrale.

Adeguarsi alla nuova realtà è vitale per il Paese e per l'industria: ogni ritardo comporta una perdita di competitività. Le stesse Autorità di controllo dovranno adattare al nuovo contesto strutture operative e metodi di lavoro. Nella Consob di domani ci sarà bisogno di più ingegneri e meno avvocati.

L'integrazione dei mercati

In Europa, l'avvio della Capital Markets Union costituisce, insieme alla già realizzata Banking Union, la base per rendere possibile una vera e propria Unione finanziaria, come evidenziato nel Documento dei cinque Presidenti dell'Unione europea già nel giugno 2015.

Regole identiche e identiche prassi di vigilanza sono, tuttavia, il presupposto imprescindibile per conseguire questo obiettivo. Per quanto l'adozione di un quadro normativo comune sia ormai un traguardo raggiunto, resta ancora molto da fare per uniformare quelle stesse regole anche in fase di applicazione. Permangono aree di divergenza nella condotta delle Autorità nazionali di vigilanza. Questo incentiva la migrazione verso giurisdizioni che appaiono più permissive. Risultano penalizzati, invece, i Paesi più rigorosi, tra cui il nostro. Si diffonde così il fenomeno delle estero-vestizioni. L'Italia, grande bacino di risparmio, è tra le mete preferite di queste incursioni, che hanno come punto di partenza un'autorizzazione rilasciata altrove, spesso nel giro di poche ore.

La prospettiva dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea rende questo tema ancora più attuale. Difficilmente, infatti, il negoziato con Londra sulle condizioni della Brexit potrà riconoscere alle imprese d'Oltremania il beneficio del regime attuale del passaporto europeo – principio-cardine della libera circolazione dei capitali – che consente alle imprese autorizzate in uno dei Paesi Ue di offrire e collocare i propri prodotti finanziari in tutta l'area dell'Unione. Il giorno in cui Londra perderà lo *status* di membro della Ue, dovrà operare in base al cosiddetto regime dei Paesi terzi. Le imprese britanniche, per poter trarre vantaggio dal sistema europeo, dovranno stabilire loro sedi in uno dei ventisette Paesi membri. Nella scelta potrebbero essere preferite le giurisdizioni più accomodanti, dalle quali, tornando a beneficiare del passaporto comune, è possibile operare in tutta l'area.

Risolvere il problema affidandosi a sedi locali *letter box*, cioè a strutture vuote, che si configurano come mere cassette postali, dovrebbe ragionevolmente incontrare ostacoli in sede europea. L'eventuale apertura di sedi di imprese britanniche in Paesi Ue potrebbe, pertanto, costituire l'occasione per rivedere complessivamente la regolamentazione in materia. Si potrebbe, ad esempio, prevedere che all'interno del Paese in cui si stabilisce la sede debba essere collocata una percentuale significativa dei prodotti offerti o dei clienti serviti.

Unione finanziaria significa, però, anche un'Autorità per i mercati finanziari che si ponga in modo speculare e simmetrico rispetto al ruolo della Bce in ambito bancario.

L'attuale architettura del sistema di supervisione finanziaria, in vigore dal 2011, merita di essere riconsiderata. Ciò tenendo conto che il settore creditizio ha come punti di riferimento la Bce, all'interno della quale è istituito il Meccanismo unico di vigilanza (*Single Supervisory Mechanism*), e l'Eba, mentre gli altri comparti del mercato finanziario fanno capo ad Esm e Eiopa. Dopo sei anni di collaudo è in corso una consultazione con il mercato avviata da Bruxelles, in vista di eventuali correzioni del sistema delle Autorità europee di supervisione (Esas).

Una semplificazione è auspicabile. Il traguardo di due soli soggetti rappresenterebbe un consistente passo in avanti. Da una parte un'Autorità preposta alla supervisione micro-prudenziale; dall'altra un'Autorità che si occupi della correttezza dei comportamenti, perseguendo con particolare attenzione l'obiettivo della tutela dei risparmiatori e degli investitori.

La Brexit, che implica oltre ad un ripensamento anche una riallocazione dell'Eba dalla sua attuale sede di Londra, è la migliore occasione per favorire la nascita di questo modello *twin peaks*. E Milano sarebbe la sede ideale per una auspicabile nuova Autorità europea a presidio della trasparenza e della correttezza.

L'adozione in ambito europeo di un sistema a due pilastri riaprirebbe la questione dell'architettura della vigilanza in Italia. La frammentazione attuale delle competenze fra cinque diverse Autorità andrebbe rivista e adeguata al modello europeo, portando a compimento il sistema di vigilanza per finalità: stabilità da una parte, trasparenza e correttezza dall'altra.

Brexit, un'opportunità per Milano

Siamo riuniti qui a Milano, nella sede della Borsa. Palazzo Mezzanotte può essere considerato un luogo-simbolo dell'innovazione finanziaria. Fino a poco più di vent'anni fa

questo era il cuore pulsante del mercato e delle contrattazioni. Qui, nella sala delle grida, gli agenti di cambio acquistavano e vendevano freneticamente azioni e titoli, usando un linguaggio di gesti che oggi pochi saprebbero parlare. Negli anni Novanta l'avvento del mercato telematico ha dematerializzato gli scambi e ha spento le grida.

Se vogliamo che Milano mantenga un ruolo di snodo finanziario di rilevanza nazionale e internazionale, dobbiamo, in primo luogo e in ogni caso, creare le condizioni affinché le imprese domestiche abbiano interesse a mantenere qui le proprie basi operative, per affrontare i mercati globali. La tentazione di migrare verso piazze finanziarie concorrenti, attraverso estero-vestizioni e delocalizzazioni, deve risultare poco conveniente. Ma non basta. Dobbiamo anche creare un ambiente per le attività d'impresa del settore finanziario che risulti attraente per gli operatori esteri. Siamo tutti, a cominciare da Consob, chiamati a questo impegno.

In questo contesto, la prospettiva della Brexit è per Milano un'ulteriore, straordinaria opportunità. La città – punta avanzata della volontà del Paese di innovare e reinventarsi – deve porsi con determinazione l'obiettivo di attrarre e accogliere le imprese britanniche – ma non solo queste – che stanno valutando di lasciare Londra, per trasferire quartier generale o importanti *branch* in Paesi della Ue, in cui sia possibile beneficiare appieno dei vantaggi del mercato finanziario unico. In particolare, Milano può ambire a diventare uno dei principali poli di riferimento in Europa per l'*asset management*.

La competizione è dura. I concorrenti sono agguerriti. L'unicità del nostro Paese, clima, qualità della vita, cibo, moda, arte – fattori che hanno reso fortissimo il marchio del *made in Italy* nel mondo e di cui Milano è un simbolo – non sono sufficienti a indurre una scelta in nostro favore. La partita non si gioca sui requisiti di contorno, ma sui presupposti di base che determinano l'efficienza e la competitività di un operatore internazionale: infrastrutture, servizi, regole.

La campagna per Milano è già in corso per iniziativa di Governo, Regione Lombardia e Comune, con il supporto di una

pluralità di soggetti. Sono stati già compiuti alcuni passi concreti. Tra questi l'adozione della cosiddetta *flat tax*, l'imposta fissa sui cittadini stranieri ad alto reddito che scelgano di stabilirsi in Italia. Ma molto resta ancora da fare. L'armamentario delle agevolazioni fiscali presenta spazio di manovra per ulteriori interventi. Basti pensare che dovremo competere con le misure fiscali recentemente annunciate dal Presidente statunitense. In ogni caso vanno subito rimossi quegli ostacoli che appaiono come un deterrente. Ad esempio, la cosiddetta Tobin Tax (Ftt), che porta poco gettito e penalizza la piazza italiana, potrebbe essere sospesa fino al raggiungimento di una tassazione delle transazioni finanziarie armonizzata a livello europeo. Occorrerebbe, infine, considerare con attenzione gli effetti sui costi e sulla competitività delle società quotate derivanti da alcune misure contenute nella recente manovra correttiva, come ad esempio l'estensione del meccanismo dello *split payment*.

Per accasarsi da noi, l'investitore estero chiede un *iter* amministrativo rapidamente percorribile, che consenta di reperire, attraverso un portale facilmente fruibile, tutte le informazioni necessarie e gestire con un interlocutore unico, meglio se per *e-mail*, i tanti adempimenti burocratici connessi con l'insediamento in città. È un obiettivo a portata di mano.

Altro fattore di deterrenza è lo spettro della macchina della giustizia italiana, tra le più lente in Europa. Nel caso di Milano questa cattiva reputazione nazionale non corrisponde alla realtà dei fatti. Il Tribunale delle imprese e la Corte d'Appello hanno ritmi di lavoro, produttività e tempi di pronuncia delle sentenze in linea con gli standard dei principali Paesi europei. È una realtà poco conosciuta. Lo stesso Tribunale potrebbe definire, nella sua autonomia organizzativa, tempi certi ponendosi scadenze prefissate e conoscibili *ex ante*.

Il legame, infine, della Borsa di Milano con il London Stock Exchange, data la forte complementarità tra le attività delle due società, può ulteriormente favorire l'attrattività della Piazza milanese, tanto più dopo il fallimento delle nozze tra Londra e Francoforte.

Autorità, Signore e Signori,

veniamo da anni lunghi e difficili. Questa volta, però, non si tratta solo di un ciclo economico particolarmente negativo: ci troviamo di fronte a un nuovo mondo, rispetto al quale non abbiamo ancora elaborato adeguati canoni interpretativi. Sappiamo che è impraticabile la strada di un semplice ritorno al passato e che non è più garantito a tutti quel benessere che sembrava una conquista intangibile. Viviamo in una fase di incertezza e l'incertezza genera paura.

Ma, come ci ricorda Euripide, «nulla deve essere inaspettato; si deve invece sperare ogni cosa». È il momento di costruire il futuro. Le nuove tecnologie e i nostri giovani talenti possono rimettere tutti nelle stesse condizioni di partenza e riaprire i giochi. È un'occasione che non si può perdere.

Dovremo affrontare questa sfida nello stesso modo con cui abbiamo vissuto gli anni difficili: senza certezze, ma senza tentennamenti, facendo esclusivo richiamo alla nostra coscienza e applicando, di fronte all'incognito, il principio del filosofo di Königsberg: «*Der bestirnte Himmel über mir und das moralische Gesetz in mir*» («Il cielo stellato sopra di me e la legge morale dentro di me»).