

Autorità,

Signore e Signori,

prima di illustrare l'attività svolta dall'Arbitro nel corso del 2023, consentitemi di condividere con voi alcune riflessioni sul contesto generale, sociale ed economico, in cui siamo chiamati ad operare.

Lo scorso anno - alcuni di voi, forse, lo ricorderanno - avevo fatto cenno ai venti di guerra inopinatamente sollevatisi agli inizi del 2022 in Ucraina, mentre il mondo stava ancora scontando gli effetti della pandemia.

Il timore che potesse trattarsi non di un'operazione di breve respiro, bensì di un conflitto che avrebbe potuto riavvolgere il nastro della Storia, rischiando di porre fine a ottant'anni di pace in Occidente, si è rivelato fondato.

La spesa militare è divenuta una nuova, necessitata e non differibile priorità per gli Stati membri dell'Unione Europea. Paesi finora neutrali hanno avvertito l'esigenza di schierarsi. La NATO ha registrato il recente ingresso della Svezia nell'alleanza.

Innescato da un atto la cui ferocia ha scosso le coscienze, lo scorso ottobre è poi riesplso in tutta la sua gravità il mai sopito conflitto israelo-palestinese.

La risposta militare israeliana è stata, a mia memoria, inedita. Sono decine di migliaia le vittime tra i civili e non si intravedono margini per un cessate il fuoco.

Il rischio di una *escalation* è tutt'altro che remoto. Gli strumenti messi in campo dalle diplomazie mondiali si sono rivelati sinora inefficaci.

La soluzione che appare come la più ragionevole - due popoli, due Stati - stenta a farsi largo.

La guerra, anzi le guerre, non sono più un tabù e non può che allarmare il pensiero che nell'opinione pubblica occidentale possa attecchire, fosse solo per indifferenza o assuefazione mediatica, l'idea che con le guerre si possa, in fondo, convivere.

D'altronde, solo l'8% della popolazione mondiale vive attualmente in Paesi caratterizzati da libere elezioni e sistemi autenticamente democratici.

Chi, come noi, condivide il privilegio di far parte di questa ristretta minoranza ha non solo il diritto di difendere la propria libertà ma anche il dovere di adoperarsi

per diffonderla, perché solo la libertà può assicurare una civile e pacifica convivenza tra i popoli.

Le guerre devono restare una terribile anomalia, quanto prima da rimuovere.

\* \* \*

Eppure, il 2023 è stato tutt'altro che un *annus horribilis* per l'economia e i mercati finanziari.

La politica restrittiva intrapresa dalle Autorità monetarie ha iniziato a dare risultati, prima frenando la corsa dell'inflazione e poi invertendone la rotta. Si attendono per l'oramai imminente estate i primi concreti frutti, con l'avvio di una fase nuova di progressivo abbassamento dei tassi d'interesse.

Anticipando la tendenza, il mercato dei mutui immobiliari sta già registrando i primi ribassi.

Dal canto loro i mercati finanziari, nonostante le crescenti tensioni geopolitiche, non solo hanno retto ma, anzi, fatto registrare *performances* sorprendenti, pur non essendo mancati gli incidenti di percorso, come il fallimento di alcune banche locali negli Stati Uniti e il salvataggio solo in *extremis* di Credit Suisse nel nostro Continente.

Così, il Nasdaq ha messo a segno lo scorso anno un +44%, l'indice di Wall Street ha registrato un incremento del 24%, a sua volta inferiore al +30% centrato dalla borsa di Tokio. Non sono state da meno le principali borse europee, che hanno tutte concluso l'anno con il segno "più", *leader* Piazza Affari con un rialzo del 28%.

Certo, poca cosa rispetto al +150% messo a segno dai *bitcoin*, la cui pur volatile corsa sta proseguendo a ritmi, comunque, sostenuti anche in questo primo scorcio d'anno, sulla scia del via libera della Sec agli *Etf* sul prezzo *spot* del *token* ideato da Satoshi Nakamoto; via libera interpretato dagli operatori come una sorta di lasciapassare per l'ingresso delle cripto-valute nel mondo della finanza tradizionale.

L'euforia dei mercati sta marcando anche l'inizio d'anno, con gli indici di diciotto borse che hanno toccato nuovi storici massimi.

La nostra Borsa, ancora *leader* tra le piazze europee, ha concluso il primo trimestre 2024 con un ulteriore rialzo del 14,5%.

La tanto temuta fase recessiva, quale costo da pagare per rientrare dall'inflazione, non c'è dunque stata - almeno finora - e le aspettative degli operatori sono per una crescita dell'economia globale.

In coerente tendenza si è mosso anche lo *spread* tra i titoli di Stato italiani e il *bund* tedesco, per molti finalmente sceso a livelli che fotografano meglio lo

stato della nostra economia, ripresasi dopo lo *shock* pandemico e consolidatasi nel 2023.

Proiezioni recenti inducono molti analisti a prevedere, da qui a fine 2024, un'ulteriore moderata fase di crescita; il che ci porrebbe ai vertici tra i Paesi UE e, forse, consentirà al nostro Paese di scrollarsi definitivamente di dosso l'etichetta di fanalino di coda tra le economie più avanzate, anche tenuto conto dei livelli record toccati di recente dal tasso d'occupazione, in passato mai così elevata nel nostro Paese.

Resta, tuttavia, diffuso un clima d'incertezza, certamente indotto dai conflitti appena evocati e da situazioni di tensione riscontrabili in molte altre zone del pianeta, come anche dall'attesa di tornate elettorali cruciali in tutto il mondo, con oltre 4 miliardi di elettori (metà della popolazione mondiale) chiamati alle urne quest'anno, di cui 400 milioni in Europa.

Ma non si tratta solo di questo.

Il caro vita, alimentato dalle spinte inflazionistiche degli ultimi anni, ha costretto molte famiglie a rivedere le priorità, riorientando i consumi e attingendo ai risparmi.

Da uno studio recente della BCE è emerso che, per fronteggiare l'aumento dei prezzi, il 69% dei cittadini europei ha dovuto modificare il paniere dei propri consumi, riducendo sia qualità che quantità della spesa; il 43% ha intaccato quota-parte dei risparmi accumulati; il 31% si è attivato per vedere aumentate le proprie entrate.

L'Istat ha certificato un non marginale calo della proverbiale propensione al risparmio delle famiglie italiane, passata dal 7,8% del 2022 al 6,3% del 2023, a fronte di un picco in piena pandemia del 15,6%. Rispetto al 2022, la crescita dei prezzi ha prodotto lo scorso anno una contrazione del potere d'acquisto reale delle famiglie dello 0,5%.

La contrazione della quota di risparmio detenuta dalle famiglie non è servita solo per fronteggiare il caro vita, essendosi registrato per altro verso un aumento della spesa per viaggi e altre attività ricreative, che non deve però trarre in inganno perché è andata pressoché esclusivamente a beneficio dei nuclei con redditi più elevati.

Insomma, la forbice tra "chi ha più e chi ha meno" ha finito per allargarsi, amplificando i fattori di diseguaglianza sociale.

L'andamento dei prezzi, la contrazione della liquidità disponibile, l'inquietudine generata dall'instabilità geo-politica hanno finito con l'incidere anche sulle scelte finanziarie delle famiglie.

Come rilevato dall'OCSE nel *report* sul debito pubblico nelle principali economie, pubblicato poco più di un mese fa, le emissioni di titoli di Stato riservate al mercato

*retail* nel nostro Paese hanno raggiunto nel 2023 una quota pari all'8% del debito pubblico complessivo, rievocando in chi appartiene alla mia generazione l'epoca dei *bot-people*.

E questa, se può ritenersi una buona notizia per la tenuta del nostro debito pubblico, nello stesso tempo è un ulteriore segnale che l'attuale congiuntura indirizza verso scelte finanziarie eminentemente conservative; quelle che meno favoriscono, però, le prospettive di crescita delle imprese e della nostra economia.

Ecco che diventa, allora, ancora più strategica e centrale la valorizzazione di un bene ad alto valore aggiunto come il risparmio privato, nell'ottica di favorirne un'ottimale diversificazione allocativa.

La ricetta per avviare un circolo virtuoso che vada in questa direzione è fatta di vari ingredienti. Tra questi ve n'è uno, spesso evocato, non di rado abusato, in ogni caso non sempre messo concretamente al servizio della quotidiana pratica degli affari, che è la fiducia.

Serve una fiducia funzionale e virtuosa, incentrata su relazioni sane.

Contribuire a preservare e a rafforzare la fiducia dei risparmiatori nei mercati e in chi in essi professionalmente opera rientra tra i compiti dell'Arbitro.

## 1. I dati e l'attività

### 1.1. Il contenzioso tra risparmiatori e intermediari è in calo.

Questo è il dato che con più immediatezza balza agli occhi a consuntivo dell'attività svolta dall'Arbitro nel corso del 2023.

Per la prima volta dal 2017, lo scorso anno i ricorsi pervenuti sono scesi sotto la soglia dei 1.000: 963, rivolti per oltre il 90% nei confronti di intermediari bancari. Il che conferma la struttura bancocentrica del nostro sistema finanziario.

Il calo è del 13,7% rispetto ai 1.116 ricorsi del 2022; dato, quest'ultimo, che aveva già messo in evidenza un progressivo raffreddamento della conflittualità legata alla prestazione dei servizi d'investimento.

Rispetto, poi, ai primi due anni di operatività, il consuntivo 2023 fa registrare un sostanziale dimezzamento.

La contrazione dei ricorsi in entrata è una buona notizia sotto vari profili.

Anzitutto, perché attesta finalmente il definitivo venir meno del contenzioso "seriale", quello generato dall'onda lunga delle crisi bancarie dello scorso decennio, soprattutto di fine 2015 e metà 2017; contenzioso che, come noto, molto aveva caratterizzato e fortemente gravato sull'operatività dell'ACF nel primo triennio.

Per la prima volta, il nuovo contenzioso si è rivelato, inoltre, in linea con le stime elaborate in ambito Consob nella fase di progettazione del nuovo Organismo, quando - era il 2016 - fu stimato un flusso annuo non superiore ai 1.000 ricorsi.

Se valutate con la lente ACF, può dirsi che le dinamiche relazionali tra risparmiatori e intermediari non sono caratterizzate, al momento, da situazioni di criticità riferite a specifici intermediari, né tantomeno da crisi di fiducia d'intonazione sistemica.

Permane, è vero, un tasso di conflittualità che non va trascurato ma esso - se valutato, come a mio avviso si deve, in una logica di grandi numeri, quali sono quelli legati all'operatività sui mercati finanziari - appare a questo punto fisiologico e, forse, proprio per questo con tutto probabilità non ulteriormente comprimibile in futuro.

Ma il registrato decremento del "monte contenziosi" si rivela una buona notizia anche sotto altro profilo, quale cartina di tornasole del grado di rispondenza dello strumento ACF ai fabbisogni dell'utenza.

Sin dall'avvio dell'operatività, abbiamo fatto nostra la consapevolezza che l'operato dell'Arbitro Consob non avrebbe mai potuto deflettere dal perseguimento di un duplice e concorrente obiettivo: consegnare alle parti coinvolte uno strumento - la decisione - idoneo a mettere la parola fine all'insorta situazione di conflitto;

nello stesso tempo e con la stessa decisione, dettare orientamenti applicativi in grado di sterilizzare, o quantomeno minimizzare, l'insorgere di future controversie analoghe.

Se ci si pone con una tale postura valutativa, il progressivo affievolirsi del contenzioso portato alla nostra attenzione può essere inteso, allora, anche quale segnale che l'azione dispiegata dall'ACF su quest'ultimo fronte - quello di indirizzo applicativo del quadro normativo di settore - abbia concorso e concorra a preservare la fiducia dei risparmiatori sul corretto funzionamento dei mercati finanziari.

**1.2.** Proseguendo nell'esame delle risultanze più significative, quel che emerge è la conferma di alcuni *trend* che avevano già caratterizzato i consuntivi precedenti.

Sotto il profilo territoriale, oltre il 45% dei ricorrenti è risultato composto da cittadini residenti in regioni del Nord Italia, con il primato assoluto che è andato alla regione Lombardia.

Pur nella marginalità del campione, si tratta di un indice confermativo di quanto già noto circa la distribuzione della ricchezza finanziaria nel nostro Paese.

Seguono, a debita distanza (poco più del 30%), gli investitori *retail* residenti nel Sud Italia; dato in forte decrescita, nonostante continuino ad avere un peso talune vicende bancarie occorse a livello locale oramai una decina di anni fa. Infine, le regioni del Centro, con una percentuale di ricorrenti di poco superiore al 20%.

In aumento, pur restando modesta, la presenza di ricorrenti residenti all'estero.

Ma quel che va, forse, più sottolineato è che sono pervenuti ricorsi da soggetti residenti in tutte le regioni italiane e anche questa può essere intesa come una buona notizia, pur nella consapevolezza che resta tuttora molto da fare sul fronte della generale, capillare conoscenza dello strumento da parte di una platea la più ampia possibile di investitori al dettaglio.

**1.3.** Anche lo scorso anno ha trovato conferma il rilevante divario di genere. E questa certamente non è una buona notizia, invece.

I ricorrenti uomini sono stati, infatti, il 63%; percentuale leggermente inferiore rispetto al dato aggregato riferito all'intero settennio di operatività dell'Arbitro.

Oltretutto, in ambito familiare è sì frequente la cointestazione dei rapporti patrimoniali ma questo raramente si traduce in una cogestione effettiva della ricchezza finanziaria. La primazia del marito emerge con evidenza, tanto che sono stati portati alla nostra attenzione casi in cui solo il cliente-uomo è stato profilato dall'intermediario, pur trattandosi di investimenti formalmente cointestati.

*Modus operandi*, quest'ultimo, che non è in linea con gli orientamenti ESMA e che già da solo può radicare la responsabilità dell'intermediario sotto il profilo risarcitorio.

La cronaca giudiziaria ci ricorda pressoché quotidianamente che situazioni di dipendenza, soprattutto in contesti sociali e familiari disagiati o già deteriorati, creano un terreno fertile per forme di prevaricazione e di sudditanza relazionale che possono sfociare in violenza, psicologica e fisica.

La Treccani ha eletto "femminicidio" parola dell'anno 2023.

L'autonomia finanziaria è una delle condizioni - e non certo l'ultima - per realizzare un'effettiva parità di genere.

Autonomia che in un Paese come il nostro, tuttora caratterizzato da modesti tassi di occupazione femminile, come recentemente fotografato dal Censis, va favorita e conquistata giorno dopo giorno, anche tramite efficaci iniziative di sensibilizzazione civica.

Di qui l'esigenza di molto adoperarsi nella direzione di una mirata educazione finanziaria al femminile.

In prospettiva, squarci di ottimismo possono comunque trarsi dai dati riferiti alle fasce di ricorrenti più giovani, quelli di età inferiore ai 45 anni, tra i quali il *gap* di genere tende progressivamente a sfumare, fin quasi ad annullarsi.

**1.4.** A proposito di generazioni, anche il 2023 ha visto come ricorrenti soprattutto i risparmiatori meno giovani, con gli *over* cinquantacinque protagonisti assoluti, quali promotori di quasi il 70% dei nuovi procedimenti avviati.

Già lo scorso anno era stato messo in luce che si tratta di una categoria di investitori al dettaglio piuttosto omogenea nei suoi tratti distintivi, perché composta da soggetti che si caratterizzano prevalentemente per un non elevato livello di scolarizzazione; per essere spesso privi di adeguate conoscenze ed esperienze pregresse in materia finanziaria; che privilegia obiettivi d'investimento di tipo conservativo e avversa tendenzialmente ogni forma di rischio; che quasi mai è in grado di cogliere le specificità dei servizi d'investimento prestati e che, per questo, tende passivamente ad affidarsi al proprio intermediario o consulente di fiducia.

Si tratta di un *mix* in grado di sfociare agevolmente in situazioni di conflitto, anche perché l'unico metro di giudizio utilizzato si rivela spesso essere l'esito dell'investimento. Ogni perdita, già occorsa o anche solo potenziale, viene ricondotta al cattivo operato dell'intermediario, così impropriamente riquilificando in obbligazione di risultato quella che è - e resta - un'obbligazione di mezzi in capo al prestatore del servizio d'investimento.

Anche per tale fascia di investitori si pone con grande evidenza, non foss'altro perché detentori di parte cospicua della liquidità disponibile per investimenti, l'esigenza di percorsi formativi e informativi ritagliati su misura.

Molto possono fare in questa direzione gli stessi intermediari.

Come?

Considerando e valorizzando in maniera finalistica le istanze che tale tipologia di clientela pone, inculcando in essi autentica consapevolezza in ordine ai rischi che comporta l'operare sui mercati finanziari, senza per questo generare diffidenza e disincentivanti timori; dando dettagliatamente conto dei costi e dell'effettività di eventuali garanzie di conservazione del capitale investito.

Banalizzando forse, si può dire che dedicare anzitutto del tempo, più tempo, nella relazione con la clientela può rendere benefici che non vanno mai sottovalutati.

Affinchè questo diventi il *modus procedendi* ordinario è necessario partire con il piede giusto, nel senso che l'attività di profilatura deve essere svolta adottando presidi particolari nei confronti degli investitori più vulnerabili.

E', questo, elemento a cui il Collegio dedica particolare attenzione in sede di risoluzione delle controversie.

Cito, per la sua esemplarietà, il caso recente di un ricorrente ultraottantenne, a cui in sede di somministrazione del questionario Mifid era stato attribuito un profilo "evoluto", in virtù del quale gli venivano proposti investimenti con orizzonte temporale di lungo periodo, oltre che caratterizzati da elevata rischiosità, senza che ciò trovasse una qualche ragionevole giustificazione nell'operatività pregressa.

Si trattava, all'evidenza, di una profilatura quantomeno superficiale, se non d'intonazione opportunistica e strumentale.

In un altro caso, anch'esso recentemente esaminato, la materia del contendere ha riguardato una questione *prima facie* linguistica ma poi, a ben vedere, con ricadute molto concrete: il significato da attribuire alla locuzione "capitale protetto" utilizzata nel qualificare l'obiettivo del prodotto finanziario proposto.

Per l'anziano investitore una tale locuzione era sinonimo di garanzia di conservazione del capitale investito, per l'intermediario no, come in effetti risultava poi chiarito nel testo del documento di sintesi messo a disposizione del cliente all'atto dell'investimento.

Ebbene, c'è motivo per chiedersi se sia appropriato, o quantomeno opportuno, avvalersi di termini e locuzioni che possono effettivamente ingenerare confusione in risparmiatori che, va detto, troppo spesso tendono a non leggere neanche un documento sintetico come il KID.

Meglio, allora, specificare chiaramente e senza possibilità di equivoci, già nell'intestazione del prodotto finanziario o in un'avvertenza ben in vista, che "protetto" non è sinonimo di "garantito" e che se l'obiettivo dichiarato è quello di "preservare il capitale" questo non vuol dire essere immuni da perdite, che restano sempre possibili.

Se la *silver economy* - anzi, oramai la *longevity economy* - non è solo uno slogan ma un *business* dei nostri tempi che merita speciale attenzione, è bene che ogni attore, *a fortiori* quando operatore professionale di mercato, curi anzitutto il linguaggio, astenendosi da formulazioni anche solo potenzialmente ambigue o che non tengano conto dell'effetto di percezione che possono generare nei destinatari.

**1.5.** Dal consuntivo 2023 emerge un altro dato statistico, divenuto con il passare degli anni una costante.

Pur caratterizzandosi il procedimento ACF per l'accessibilità diretta da parte degli interessati, in oltre il 60% dei ricorsi presentati lo scorso anno gli istanti hanno conferito mandato a professionisti, in massima parte avvocati, per farsi rappresentare dinanzi all'Arbitro.

Se si tiene conto dell'intero periodo di operatività, circa 7.000 degli oltre 11.000 ricorsi pervenuti sono stati veicolati dai ricorrenti avvalendosi dell'assistenza di un terzo.

Certamente pesa l'inadeguato livello di conoscenze finanziarie di base di gran parte dei ricorrenti che, oltretutto, si trovano a dover fare i conti con una normativa - quella in tema di prestazione dei servizi d'investimento - ad alto tasso di tecnicità.

Ma entra in gioco anche la rilevanza economica degli interessi coinvolti, se si tiene conto che nel 2023 il valore medio unitario delle controversie è stato di quasi 50 mila euro, con non isolati casi di richieste risarcitorie vicine o pari al valore massimo di competenza del Collegio.

L'auspicio non può che essere quello di un maggior utilizzo diretto dello strumento ACF, perché questo darebbe il senso di una direzione di marcia che favorisce maggiore responsabilizzazione e attestativo anche di migliori conoscenze finanziarie in capo ai risparmiatori.

Nello stesso tempo, però, non vanno sottovalutati i benefici che la presenza di esperti e di operatori del diritto può arrecare nella fase del contraddittorio, laddove è capace di tradursi in un miglior apporto di elementi valutativi a disposizione del Collegio.

**1.6.** A fronte dei 963 ricorsi in entrata, lo scorso anno sono stati conclusi 1.237 procedimenti, così ulteriormente limando il monte ricorsi pendenti riveniente dalle annualità precedenti. In tutto, nei sette anni trascorsi, sono stati conclusi oltre 10.250 procedimenti.

Anche nel 2023 è rimasta elevata, pur riducendosi rispetto al passato, la percentuale di accoglimento dei ricorsi: 56,8%, rispetto ad una media aggregata, riferita all'intero settennio, del 64,1%.

Il già evidenziato venir meno del contenzioso seriale, che aveva fatto registrare tassi di accoglimento record, spiega da solo il mutato *trend*.

In ogni caso, l'attività decisoria del Collegio ha consentito di riconoscere risarcimenti che hanno superato lo scorso anno i 13 milioni di euro. Sale, così, a 156 milioni di euro il totale delle somme sinora riconosciute a favore dei risparmiatori, con un valore medio dei risarcimenti di quasi 35.000 euro *pro-capite*.

Anche nel 2023 la percentuale di volontaria esecuzione delle decisioni da parte degli intermediari - al netto di taluni filoni seriali in via di definitivo esaurimento - è rimasta elevata: 95,5%. Si tratta di un dato rassicurante, che testimonia dell'efficacia dello strumento.

Nel rinviare per ogni ulteriore dettaglio alla Relazione disponibile sul nostro sito, segnalo che nel 2023 sono stati 86 gli intermediari chiamati a rispondere del loro operato dinanzi all'Arbitro, portando così a 238 il totale degli intermediari coinvolti dal 2017 ad oggi. Questo, a fronte dei 1.325 intermediari aderenti al sistema ACF.

## **2. La relazione cliente/intermediario: dove e perché intervenire**

Sin dall'avvio dell'operatività, la pubblicazione della Relazione annuale ha rappresentato occasione per mettere in evidenza gli aspetti di maggiore criticità emersi, con un approccio che definirei di tipo "educativo".

Le 7.300 decisioni di merito assunte finora danno conto dell'ampia casistica esaminata.

Riducendola in questa sede a necessaria sintesi, può dirsi che la fase precontrattuale ha rappresentato anche lo scorso anno lo snodo cruciale, quello in cui si annida e germina parte cospicua del contenzioso.

E' una fase che si caratterizza per l'adempimento di obblighi procedurali ma anche per l'informalità delle relazioni tra le parti, di cui spesso non resta alcuna verificabile traccia.

Ora, spetta come noto all'intermediario, in caso di contenzioso, provare di aver operato in coerenza con l'obiettivo di servire al meglio l'interesse del cliente; ma il principio di inversione dell'onere probatorio non può valere per situazioni caratterizzate da informalità.

Di qui l'esigenza che l'intero processo sia scandito in maniera rigorosa e venga debitamente tracciato, così da poterne in caso di necessità agevolmente ricostruire le vicende.

Non è un invito al formalismo, quanto piuttosto all'osservanza di un iter operativo che tuteli al meglio gli interessi coinvolti; non di una ma di entrambe le parti.

A questo proposito va detto che il questionario di profilatura resta al centro dei conflitti ed è sorprendente rilevare come esso venga nei fatti poco valorizzato, pur trattandosi in definitiva della carta d'identità dell'investitore.

Va ribadito, allora, che la somministrazione del questionario Mifid presuppone una partecipazione attiva di entrambi gli attori e che è buona prassi procedere ad un aggiornamento quantomeno triennale delle informazioni raccolte.

Affinchè ne emerga un profilo attendibile è necessario che il risparmiatore renda informazioni corrette, aggiornate e complete; e che l'intermediario, a sua volta, adotti misure idonee per verificare l'affidabilità, l'accuratezza e la coerenza delle informazioni raccolte.

Ovviamente, il questionario deve fondarsi su una serie di domande congrue, coerenti e consequenziali, tali da far emergere il profilo reale dell'investitore.

A questo scopo, è auspicabile che gli intermediari convergano verso un format di questionario di profilatura standard e di generale utilizzo, in funzione del che siamo disponibili a fornire il nostro contributo d'esperienza.

Apprezzabili margini di miglioramento continuano a configurarsi anche per quanto attiene alle modalità di conduzione della valutazione di adeguatezza.

Essa assolve la funzione che le è propria solo se è espressione di un giudizio motivato e non apodittico, che illustri con chiarezza le ragioni per cui l'investimento è ritenuto coerente con gli obiettivi del cliente, dando conto delle informazioni a questo fine utilizzate ed evitando di ricorrere solo ad espressioni generiche.

In caso si faccia uso di dichiarazioni pre-formulate, occorre fare in modo che esse siano sufficientemente granulari.

Su tali presupposti, non possono dirsi funzionali allo scopo relazioni di consulenza caratterizzate da un generalizzato ricorso a locuzioni standardizzate, che finiscono per svilire le finalità dell'atto.

Se questo è un *deja vu*, si sta affacciando un nuovo fronte di controversie, indotte dalla normativa in tema di *product governance*.

Sono stati di recente esaminati ricorsi aventi ad oggetto investimenti effettuati "fuori target positivo" rispetto al profilo del cliente.

Ora, se è vero che l'individuazione *ex ante* di un mercato di riferimento da parte del distributore del prodotto finanziario non pregiudica l'esito della valutazione di adeguatezza - nel senso che possono registrarsi divergenze tra l'individuazione "a monte" del mercato di riferimento e l'adeguatezza "a valle" su base individuale - ed è, dunque, possibile la vendita di uno strumento finanziario posto al di fuori del mercato di riferimento positivo, ciò tuttavia deve poter trovare valida giustificazione in fatti specifici, documentati in modo idoneo.

Occorre, in altre parole, che l'intermediario valuti caso per caso la effettiva "tollerabilità" della deviazione rispetto al profilo del cliente, senza avvalersi - anche qui - di clausole standardizzate e di *modus operandi* che possano risolversi in una sostanziale elusione dei vincoli.

E' aspetto, questo, su cui l'attenzione non può che essere massima, perché esiste il rischio di comportamenti opportunistici e strumentali in danno dei risparmiatori.

Fetta non irrilevante del contenzioso portato alla nostra attenzione riguarda, poi, specifiche clausole disciplinanti il rapporto contrattuale che, non consentendo un equo temperamento degli interessi coinvolti, sono capaci di alimentare situazioni di conflittualità.

Emblematiche sono talune previsioni contrattuali che si caratterizzano per il totale esonero di responsabilità dell'intermediario in caso di malfunzionamenti della piattaforma per l'operatività *on-line*, senza l'indicazione di termini per il ripristino, né di canali alternativi per garantire continuità operativa.

A prescindere da profili di possibile vessatorietà, previsioni del genere si rivelano, nell'attuale e non reversibile fase di migrazione delle transazioni sul *web*, anzitutto anacronistiche e, in ogni caso, finiscono per tramutare la posizione del cliente da contraente debole a ostaggio per un tempo indefinito. Oltretutto, in un contesto - quello dei mercati finanziari - in cui il fattore tempo è tanto decisivo che i secondi pesano come ore, le ore come giorni, e così via.

Se si vuole favorire più partecipazione dei risparmiatori al mercato dei capitali servono non solo mirate iniziative di riforma del quadro normativo di riferimento, accompagnate da un'efficace azione a supporto delle Autorità di vigilanza, ma anche un'equilibrata e tutelante valorizzazione del momento contrattuale.

### **3. ACF e ABF: il protocollo d'intesa Consob/Banca d'Italia e i Forum**

Anche nel 2023 è proseguita, proficua ed intensa come negli anni precedenti, l'attività di relazioni con l'Arbitro Bancario Finanziario.

In attuazione del Protocollo d'intesa stipulato tra la Consob e la Banca d'Italia nel 2020, lo scorso anno si sono tenuti il terzo e il quarto Forum ACF/ABF, a cui hanno partecipato i Presidenti e membri dei rispettivi Collegi.

Sono state affrontate e risolte questioni attinenti al riparto di competenza tra i due Organismi, di cui è stata fornita evidenza nei rispettivi siti web.

Soprattutto, si è convenuto sull'esigenza di convergere verso iniziative che consentano di proporsi ai rispettivi utenti con modalità operative il più possibile omogenee.

Dirimere alla fonte dubbi in termini di competenza tra i due Organismi e adoperarsi per rendere più agevole l'accessibilità ai due strumenti eleva la qualità dei servizi resi, minimizza i casi di irricevibilità dei ricorsi, risolvendosi in ultima istanza in un minor carico operativo per le rispettive strutture di supporto.

Confidiamo che possa farci presto compagnia l'Arbitro Assicurativo, così da completare il *puzzle* degli organismi stragiudiziali, con il quale auspichiamo di definire analoghe intese.

#### **4. La rete Fin-Net e il *modus operandi* ACF**

Sin dall'avvio dell'operatività, l'ACF partecipa attivamente a Fin-Net, la rete europea di cooperazione tra gli organismi *Adr* del settore bancario, finanziario e assicurativo degli Stati membri dell'Unione.

Questo ha comportato lo scorso anno la partecipazione a due riunioni, con all'ordine del giorno ipotesi di riforma della Direttiva UE/2013/11; riforma che mira a rendere il quadro regolamentare più confacente ai mercati digitali, a rafforzare la gestione del contenzioso transfrontaliero, a semplificare le procedure, a valorizzare la digitalizzazione dello strumento.

A quest'ultimo riguardo consentitemi di aggiungere, con una punta di orgoglio d'appartenenza, che l'ACF è uno strumento "nativo digitale" grazie alla scelta progettuale della Consob, rivelatasi lungimirante, di delineare sin da subito un iter procedurale del tutto dematerializzato.

Sulle nostre scrivanie non si deposita documentazione cartacea, né gli utenti hanno necessità in tal senso, l'intero procedimento si svolge on-line, consentendo l'alimentazione in tempo reale del fascicolo istruttorio, che resta nella costante visibilità delle parti. Il che vale anche per la fase decisoria.

#### **5. Il Tavolo di confronto con gli *stakeholders***

Lo scorso anno avevo anticipato l'intendimento di aprire una fase nuova nell'interlocuzione con gli *stakeholders*, tramite la costituzione di un Tavolo di confronto che potesse consentire di mettere a fattor comune l'esperienza maturata sul campo dall'Arbitro, oltre che ricevere *feedback* sul nostro operato.

Ebbene, desidero ringraziare gli esponenti di vertice delle associazioni di categoria, tanto dei risparmiatori che degli intermediari, per aver aderito convintamente all'iniziativa e per aver partecipato attivamente ai due incontri tenutisi nel giugno e a dicembre dello scorso anno.

E' stata fatta propria dai presenti l'esigenza di operare in maniera sinergica per inculcare maggiore consapevolezza nei risparmiatori, così da responsabilizzarli sugli effetti di ricaduta degli atti che pongono in essere.

Condiviso anche l'intendimento di favorire l'aggiornamento del personale di

*front-office* degli intermediari, valorizzando a questo fine gli orientamenti dell'Arbitro, così da poter intercettare e sterilizzare alla fonte eventuali conflitti con la clientela.

Il nostro mantra è quello di proporci come un'opportunità non solo per gli investitori *retail*, ma anche per gli intermediari coinvolti nel contenzioso portato alla nostra attenzione.

## 6. ACF e giustizia civile

Le risultanze esposte si prestano ad alcune brevi riflessioni sul ruolo che l'ACF è stato chiamato ad espletare in questi anni. Il che consente di porsi in una prospettiva anche evolutiva.

Ritengo possa dirsi concretamente perseguita la funzione alternativa al rito giudiziario, per avere l'ACF intercettato e drenato una fetta di contenzioso consistente che, in sua assenza, sarebbe stata portata all'attenzione del giudice civile.

Ma credo traspaia dai dati anche la complementarietà della funzione, laddove l'Arbitro è stato individuato quale sede di risoluzione di controversie che ben difficilmente avrebbero varcato la soglia di un'aula di giustizia; mi riferisco, in particolare, ai casi di micro-conflittualità, per i quali i costi di accesso al sistema della giustizia possono operare come efficace fattore dissuasivo, lasciando così privi di tutela interessi comunque giuridicamente rilevanti.

Questo non vuol dire, guardando al domani, che non possa essere presa in considerazione, in una logica di costi-benefici, l'eventualità di prevedere, oltre ad un valore massimo, anche un valore minimo delle controversie sottoponibili all'Arbitro.

Ovvero, che non possa prefigurarsi, per controversie non superiori a un predeterminato ammontare, un *iter* accertativo semplificato, in grado di coniugare l'esigenza di tutelare ogni interesse con l'economicità dell'azione.

Apprezzabili sono, altresì, le utilità traibili da iniziative di interazione con il sistema della giustizia civile.

Seguiamo con doverosa attenzione l'evoluzione della giurisprudenza in tema di prestazione dei servizi d'investimento e ritengo di poter affermare che i punti di convergenza valutativa e di argomentazione sono significativi e certamente prevalenti.

Sono rilevabili, tuttavia, ambiti in cui emergono sensibilità diversamente graduate.

In tema di informativa precontrattuale, il nostro orientamento, piuttosto granitico oramai, è che l'intermediario debba mettere il cliente, e ciò a prescindere

dal suo profilo d'investitore più o meno evoluto, in condizione di effettuare una scelta "in concreto" informata.

Quello che per il nostro Collegio conta è che l'intermediario illustri chiaramente e preventivamente le caratteristiche e i rischi insiti nello specifico strumento finanziario, modulando le informazioni in base al livello di conoscenze ed esperienza del cliente, così da ingenerare autentica consapevolezza circa le implicazioni, anche solo potenziali, dell'operazione finanziaria.

Sul punto emergono posizioni variegata in seno alla giustizia civile, soprattutto di merito.

In materia di contratti derivati, poi, l'orientamento ACF è che la violazione da parte dell'intermediario di obblighi informativi non vada ad incidere sulla causa del contratto, non potendo dunque condurre alla sua nullità, rilevando semmai sotto il profilo risarcitorio. Come noto, la posizione delle SS.UU. della Suprema Corte è di segno apprezzabilmente diverso.

In punto di quantificazione del risarcimento, tendiamo a fare un uso non sporadico dell'art. 1227 c.c., che onera il creditore di porre in essere comportamenti attivi funzionali a mitigare l'entità del danno. Crediamo che un comportamento esigibile anche da parte di investitori al dettaglio sia quello di attivarsi per tempo, senza rifugiarsi *ex ante* in una passività d'azione che si tramuti, *ex post*, in iniziative di tipo rivendicatorio.

Ancora, in sede di accertamento del nesso di causalità tra evento e danno, il nostro approccio valutativo è di chiara intonazione pragmatica, mirando a valorizzare le risultanze di ogni controversia.

Seguendo una tale impostazione, sono stati tutt'altro che rari i casi in cui il Collegio si è espresso escludendo la sussistenza del nesso laddove il profilo dell'investitore è risultato particolarmente evoluto; tanto evoluto da poter ragionevolmente escludere che egli avesse operato in modo non consapevole, pur in presenza di comportamenti violativi ascrivibili all'intermediario.

La Corte di Cassazione ha, come noto, fissato una presunzione legale di sussistenza del nesso di causalità, fatto salvo il caso che l'intermediario sia in grado - egli - di dimostrare che il cliente si sarebbe in ogni caso orientato nel senso di porre in essere l'operatività controversa.

Senza dilungarmi oltre, ritengo che confrontarsi e far emergere, per queste come su altre tematiche, con un approccio aperto e d'intonazione finalistica, posizioni non sempre del tutto allineate ma per le quali è possibile, perché no, un'attività di *fine tuning*, possa consentire di erogare un "servizio giustizia" munito, nel complesso, di un più elevato grado di certezze. Il che non può che andare a beneficio dei cittadini-investitori e delle imprese. In definitiva, del nostro sistema Paese.

E a proposito di certezze, altro terreno fertile per comuni riflessioni ed iniziative è certamente quello della giustizia predittiva, per la quale la questione che si pone non è quella del "se", quanto piuttosto del "come" i sistemi di intelligenza artificiale possano essere d'ausilio, senza con questo temere di essere, prima o poi, scalzati da un algoritmo nell'esercizio della funzione.

## **7. La EU Retail Investment Strategy**

La Commissione Europea ha varato a maggio 2023 la *EU Retail Investment Strategy*, un articolato pacchetto di misure destinate, negli intendimenti dei promotori, ad incidere in maniera significativa sulla disciplina in materia di prestazione dei servizi d'investimento.

Il nucleo centrale della proposta è dato da una direttiva *omnibus*, recante modifiche alle Direttive MIFID e IDD, oltre ad interventi su AIMFD, UCITS, *Solvency II* e Regolamento PRIIPs.

Si tratta di un'iniziativa di notevole rilievo prospettico, riconducibile al *Capital Market Union Action Plan*, e che mira a un risultato ambizioso: favorire una maggiore partecipazione degli investitori *retail* al mercato dei capitali.

Alcune delle misure toccano aspetti emersi con evidenza anche dal contenzioso portato alla nostra attenzione: il potenziamento e la valorizzazione del processo di valutazione di adeguatezza e appropriatezza; le regole di *governance* dei prodotti; l'informativa pre-contrattuale, così da incrementarne il livello di trasparenza secondo i nuovi standard imposti dall'innovazione digitale.

L'iniziativa eurounitaria va nella direzione di marcia auspicata lo scorso anno, in questa sede.

La realizzazione da parte degli intermediari di un ambiente "immersivo" di relazioni con la clientela - capace di mettere a disposizione degli investitori informazioni finanziarie strutturate, massimizzando a questo fine le utilità rivenienti dall'utilizzo delle tecnologie digitali - può efficacemente abbattere barriere di diffidenza, inculcare migliori consapevolezze negli investitori al dettaglio, stimolarne un ruolo attivo, in ultima istanza rafforzare la fiducia dei cittadini sul corretto funzionamento dei mercati.

Reingegnerizzare i processi operativi "pensando in digitale", mettendo così definitivamente fine all'era dell'informazione cartacea, significa costruire un nuovo sistema di relazioni capace di coinvolgere in maniera financo empatica i risparmiatori. E sappiamo quanto la componente emotiva conti nelle scelte d'investimento.

Ma la proposta della Commissione Europea merita di essere segnalata anche per altro.

Essa prevede la revisione delle norme in materia di conflitti d'interesse e incentivi, tema quello degli incentivi su cui si è concentrata l'attenzione dell'industria finanziaria; inoltre, è previsto l'innalzamento degli standard di professionalità degli intermediari e l'ulteriore valorizzazione dello strumento dell'educazione finanziaria quale canale per incentivare una sana partecipazione dei cittadini ai mercati.

Data l'oramai imminente scadenza elettorale europea, è ragionevole ritenere che il pacchetto di misure contenute nella *RIS* non potrà che vedere la luce una volta stabilizzatisi i nuovi assetti che ne deriveranno. E nessuno, allo stato, può dire quali saranno le tempistiche, oltre che l'esito finale del negoziato.



Autorità,

Signore e Signori

quella che stiamo vivendo è stagione caratterizzata da eventi che impongono scelte e linee d'azione non convenzionali.

Conflitti tra popoli; emergenza climatica; processi migratori e calo demografico; diseguaglianze sociali; non certo ultima per importanza e implicazioni, la rivoluzione digitale. Sono solo alcuni dei grandi temi che invocano soluzioni nell'immediato, ma ancor prima visione e capacità di progettare il futuro.

Siamo immersi nelle informazioni e questo dovrebbe aiutare. Eppure, le *fake news* hanno spesso la meglio.

La verità - una - viene così soppiantata da verità alternative, di cui i *social* sono amplificatori instancabili. Per contrastarle, stanno proliferando *start-up* che si propongono di stanare e combattere le false verità. Missione lodevole ma dagli esiti tutt'altro che scontati.

E' persino divenuto non peregrino chiedersi se la realtà esista ancora. Posto solo qualche anno fa sarebbe stato un interrogativo privo di senso; non più nell'epoca del *deep fake*, quando per molti diventa plausibile che Papa Bergoglio svolga la sua missione indossando un piumino griffato: bianco, *ça va sans dire*.

Questa, d'altronde, è per il Censis l'era biomediativa, quella in cui miliardi di persone tramite i *social* trasferiscono e condividono sul *web* post, video, foto. Il che non ci sta rendendo necessariamente migliori.

Urgono regole, secondo l'opinione dei più.

L'Unione Europea, prima al mondo, ha appena varato l'*Artificial Intelligence Act*, alla ricerca di un difficile equilibrio tra l'esigenza di cogliere appieno i benefici delle nuove tecnologie digitali e la necessità di contrastare pratiche abusive in danno degli utenti, così da minimizzare i rischi di disinformazione e disinformazione.

Si tratta di iniziativa apprezzabile, anzitutto nei tempi, a cui altre dovranno inevitabilmente seguire nella perenne rincorsa tra innovazione e regolamentazione.

Intervistato a proposito di ChatGPT e intelligenza artificiale, Salman Rushdie ha così detto la sua: "*Al momento l'intelligenza artificiale non mi spaventa troppo perché non ha senso dell'umorismo, non ha originalità e davvero scrive in modo*

*pessimo. Ma impara in fretta. Se mi fate la stessa domanda tra dieci minuti la mia risposta potrebbe essere diversa".*

Essendo trascorso qualche mese dall'intervista, non escludo che il noto scrittore d'origini indiane abbia potuto, intanto, mutare anche più volte opinione. La sua, in ogni caso, mi sembra una postura mentale confacente, a cui utilmente ispirarsi anche per interventi di regolamentazione dei mercati finanziari, per i quali l'innovazione digitale è processo, come sappiamo, in atto da tempo, con tutte le opportunità e i rischi che essa reca, tanto per gli operatori professionali che per gli investitori.

La delega contenuta nella recente legge "Capitali", per interventi di revisione normativa anche in materia di attività d'investimento privato, può rappresentare occasione da valorizzare a questi fini.

E, a proposito di rischi, colpisce la notizia che le banche australiane abbiano di recente chiesto alle Autorità federali di imporre alle *big tech* di sottoscrivere nuovi codici obbligatori anti-truffe, sviluppando piattaforme e sistemi sicuri per minimizzarle.

Né è un caso che l'ESMA sia recentemente tornata sul tema dei *fininfluencer*, per segnalare che una qualsiasi indicazione che indirizzi verso uno strumento finanziario può sostanziare una raccomandazione d'investimento soggetta a regole, la cui inosservanza è passibile di sanzioni.

Anche i *bitcoin*, come ammonito di recente dal Presidente Savona, si muovono tra finzione e realtà; tanto che - cito - "*chi investe in criptovalute deve essere conscio dei rischi che corre per l'assenza di un'adeguata protezione legale e della possibilità di perdita, anche totale, dei propri risparmi*". Eppure, a quanto pare oltre tre milioni di italiani li detengono, con un grado di consapevolezza difficile da apprezzare.

Viviamo, insomma, una quotidianità complessa e sfidante, ricca di contraddizioni, capace di produrre innovazioni prive di un orizzonte che sia alla portata del nostro attuale sguardo e forse, proprio per questo, ancora più inquietante e intrigante nello stesso tempo.

Per governarla e indirizzarla nelle giuste direzioni servono menti e occhi nuovi, capaci di coniugare rivoluzione tecnologica e tutela dei diritti, libertà d'espressione e responsabilità, informazione e verità dei fatti.

La posta in gioco è alta.

Grazie.

Gianpaolo E. Barbuzzi

Roma, 18 aprile 2024