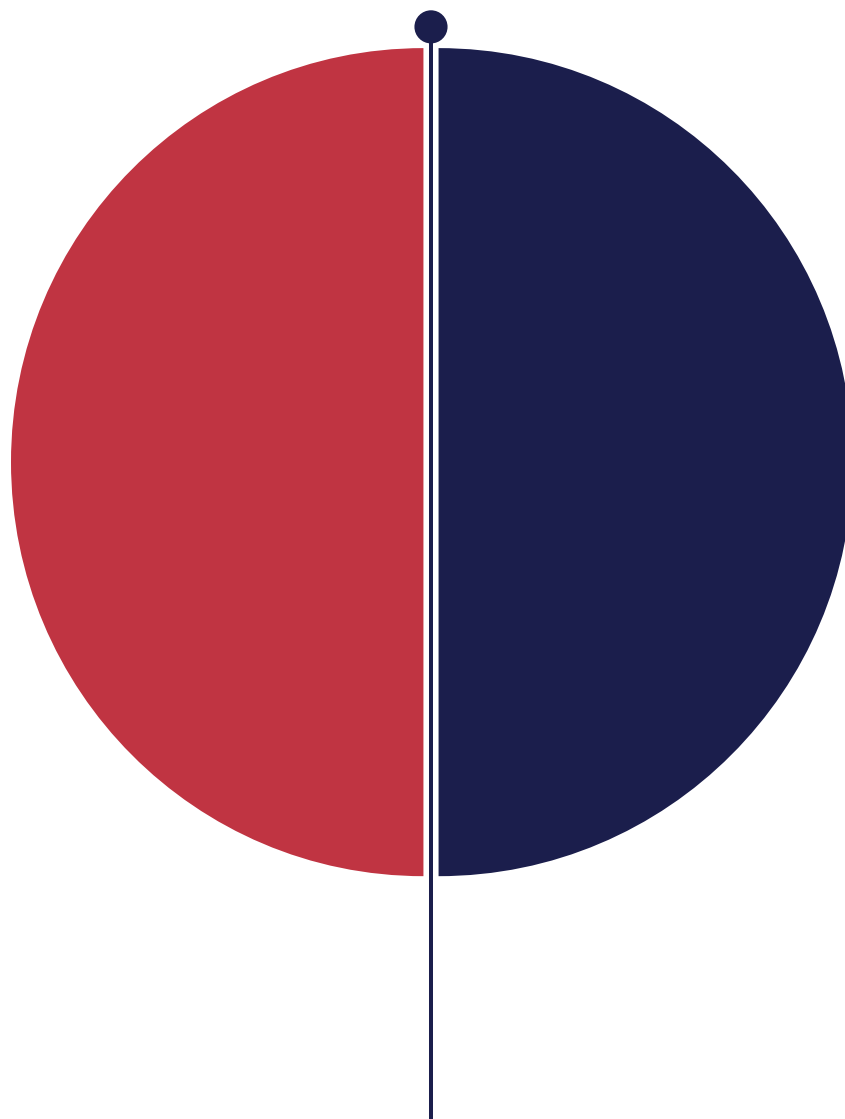




Arbitro
per le Controversie
Finanziarie



Discorso del Presidente 2026

Roma
Auditorium - Consob

Autorità,

Signore e Signori,

quello in corso è il decimo anno di operatività dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF).

La presentazione - quest'oggi - della Relazione 2025 vuole, dunque, essere soprattutto occasione per fare il punto sull'attività sinora svolta e per condividere alcune riflessioni di sistema, con un occhio rivolto al futuro.

Quelle che mi accingo ad esporre sono le risultanze di un lavoro collettivo, che ha visto fortemente impegnati in questi anni i Componenti del Collegio e il personale della Segreteria Tecnica.

A tutti loro va il mio più sincero ringraziamento e apprezzamento per il contributo reso.

A chi ricopre oggi la carica di Membro, effettivo o supplente, dell'Organo decidente; a coloro i quali hanno assolto lo stesso incarico in passato.

Li ringrazio per l'impegno, la comprovata professionalità, l'imparzialità valutativa, la disponibilità al confronto, che sono stati per me fonte di arricchimento umano prim'ancora che professionale.

Un grazie altrettanto sentito va a tutto il personale della Segreteria Tecnica. A chi ha reso un decisivo apporto nella delicata e frenetica fase di *start-up* e a quanti hanno, poi, contribuito al consolidamento del ruolo dell'Organismo sui mercati finanziari.

Molti di loro mi hanno sentito affermare che la Segreteria Tecnica rappresenta il motore di un organismo come l'ACF. Ebbene, così è stato per la dedizione e l'eccellente livello di professionalità che il personale ha dimostrato sul campo.

Ritengo di poter dire, insomma, che Collegio e Segreteria Tecnica hanno praticato un valido gioco di squadra.

Desidero, infine, rivolgere un ringraziamento personale e tutt'altro che rituale a tutti i Componenti della Commissione Consob, in carica nell'ultimo decennio, per la fiducia accordatami.

Voglio sperare di non aver concesso loro, in questi anni, troppe opportunità per pentirsene.

1. Dieci anni di ACF in pillole

1.1. Il primo triennio (2017/2019)

L'avvio dell'operatività dell'Arbitro Consob è coinciso con uno dei momenti più bui e drammatici della storia finanziaria recente di questo Paese.

Situazioni di dissesto bancario, già esplose o *in itinere*, stavano al tempo arrecando danni gravissimi, lacerando relazioni consolidate, aprendo ferite in molte comunità. Ferite che, tuttora, non possono dirsi essersi del tutto rimarginate.

L'effetto di ricaduta fu dirompente.

Un *mix* di accuse e rivendicazioni - va detto, non tutte giustificate - finì con il propagarsi ben al di là della pur ampia cerchia dei soggetti lesi e dei territori interessati.

La fiducia riposta da moltissimi risparmiatori, se non dall'intera opinione pubblica, nel corretto funzionamento dei mercati finanziari ne fu profondamente scossa, laddove non venne irrimediabilmente persa.

E' in questo crogiuolo di crisi, in corso e annunciate, che l'ACF ha iniziato nel gennaio 2017 il suo cammino operativo.

Lo fece con la consapevolezza di essere chiamato a rendere un contributo che, per forza di cose, sarebbe dovuto andare al di là della *mission* tipicamente assegnata a un'Adr. A quel tempo, "risparmio tradito" era una delle locuzioni più usate - e abusate - sui *media*, volendo ignorare ciò che di decisamente peggio tracimava da *social* e *talkshow* gridati.

La dialettica politica finì, inevitabilmente, per impadronirsi del tema e non solo per proporre soluzioni.

Fu subito chiaro che per l'ACF non si sarebbe trattato soltanto di risolvere singole controversie, quanto piuttosto di rendere un contributo in grado di restituire effettività a quell'ingrediente, da sempre indispensabile nel mondo degli affari, che fonda e cementa i rapporti: la fiducia.

In quel primo, burrascoso periodo di attività furono fatte scelte e furono assunte decisioni convintamente coraggiose e altrettanto convintamente motivate.

L'ACF fu chiamato, tra i primi, a confrontarsi con le ricadute applicative dell'allora nuova normativa unionale in tema di crisi bancarie, oltre che dei provvedimenti che si resero necessari a livello nazionale per dare corpo alle operazioni di salvataggio affannosamente messe a punto in quel periodo.

La dialettica all'interno del nostro Collegio si rivelò costruttivamente viva, capace di far emergere sensibilità e punti di vista differenti ma anche di ricomporsi

in una visione condivisa, che recasse valore aggiunto. Ne scaturì un *decisum* che ha retto alla prova dei fatti.

L'esito fu anche, nell'immediato, quello del riconoscimento a favore di 1.000 investitori al dettaglio rimasti vittime di operazioni di *misselling* di oltre 30 milioni di euro di risarcimenti, liquidati poi prontamente dalla Consob a valere su un apposito fondo pubblico, considerato il non più reversibile stato di crisi delle banche coinvolte.

Ciò fu reso possibile dall'intervento del legislatore, che nel 2018 attribuì alle decisioni ACF - eccezionalmente - il carattere della esecutività.

Posso dire, ora per allora, che si trattò di epilogo che non ci colse di sorpresa, convinti come eravamo che il nostro impegno su questo fronte non sarebbe rimasto, comunque, vano.

L'onda lunga delle crisi indotte dalle banche risolte a fine 2015, da quelle poste in liquidazione a metà 2017 e da operazioni di rafforzamento patrimoniale realizzate in quegli stessi anni da banche operanti a livello locale - operazioni in cui rimasero coinvolti risparmiatori in massima parte ignari delle possibili ricadute - tutto questo, finì quasi con il monopolizzare l'attività dell'ACF.

Si trattò di un monte contenziosi quasi doppio rispetto alle stime elaborate in ambito Consob: a fronte di massimo 1.000 ricorsi annui preventivati, nel primo triennio ne affluirono 5.342.

Smaltirli in tempi il più possibile contenuti divenne l'imperativo di quegli anni e anche di quelli successivi, senza per questo poter trascurare il restante contenzioso, verso il quale progressivamente si è andata ad indirizzare l'attività dell'Arbitro.

1.2 Il triennio 2020/22

Il triennio 2020/22 è quello del consolidamento del ruolo dell'Organismo, finalmente secondo i dettami della normativa di riferimento.

Il contenzioso inizia a far emergere la variegata articolazione delle dinamiche relazionali che possono intercorrere, in concreto, tra intermediari e clientela.

Ai sempre più residuali casi seriali di risparmio tradito si vanno così a cumulare, fino a prevalere, le controversie ordinarie. Questo, in una congiuntura di mercato sgombra di focolai di crisi ma che, nello stesso tempo, viene a caratterizzarsi per un evento che in pochi mesi assunse un'inedita e drammatica dimensione globale: la pandemia.

Nella situazione emergenziale che ne scaturì, la scelta fatta propria dalla Consob in sede progettuale - quella, cioè, di mettere a disposizione dell'ACF e dei suoi utenti un sistema operativo nativo digitale - si rivelò lungimirante.

L'evento pandemico non arrecò cali d'efficienza, nè ebbe ricadute per gli utenti del sistema.

L'unica eredità di quel periodo fu l'acquisita consapevolezza che le riunioni collegiali avrebbero potuto tenersi altrettanto efficacemente da remoto, oltretutto con minori oneri indotti. E da allora, è questa l'ordinaria modalità di tenuta delle nostre riunioni.

In questo secondo triennio il numero dei ricorsi in entrata si viene apprezzabilmente a ridurre: 4.470, quasi 1.000 in meno rispetto al triennio iniziale. Dato di per sé sintomatico di un raffreddamento della conflittualità sui mercati finanziari.

L'obiettivo diviene, allora, duplice: continuare a risolvere in maniera efficace e auspicabilmente le controversie; nello stesso tempo, elaborare orientamenti applicativi della normativa di settore che potessero concorrere a prevenire i conflitti.

Svolgere, in altre parole, una funzione anche prognostica, tramite la messa a disposizione degli operatori professionali e degli investitori di una cassetta degli attrezzi da cui poter attingere alla bisogna, con l'obiettivo di preservare e, anzi, consolidare la fiducia nel corretto funzionamento dei mercati finanziari e in chi su di essi opera.

Questo, tuttavia, ancora non bastava per corrispondere appieno alla *mission* assegnata all'Arbitro.

E' noto che l'ACF non statuisce, non condanna, né può imporsi per la forza di giudicato delle decisioni che assume.

La sua è giustizia "persuasiva", efficace a condizione che si riveli convincente; tanto convincente da indurre le parti - entrambe le parti - a dare per risolta su tali basi la controversia e magari, allargando la prospettiva, anche capace di proporre *modus operandi* alternativi.

Da qui l'idea di aprirsi al confronto con gli *stakeholders*.

Né è scaturita la costituzione di un Tavolo che si riunisce periodicamente, secondo le esigenze e le sensibilità dei rappresentanti degli enti esponenziali coinvolti: associazioni dei risparmiatori e associazioni rappresentative degli intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento.

Il Tavolo è sede per scambi informativi aperti, privi di vincoli e pregiudiziali, forieri di reciproche utilità.

Si tratta di iniziativa che sta rendendo percepibili frutti in fatto di condivisione, prima, e di recepimento, poi, degli orientamenti ACF nelle procedure degli intermediari; ed è iniziativa che intende anche stimolare una partecipazione più attiva dei risparmiatori ai processi d'investimento.

E', quest'ultima, criticità che emerge con solare evidenza dalle controversie portate sinora alla nostra attenzione ed il Tavolo si sta rivelando anche quale sede di elaborazione di contributi ed iniziative formative ed educative funzionali a contenerne gli effetti di ricaduta.

1.3. Dal 2023 ad oggi

Nonostante le tensioni geo-politiche e gli *shocks* più recenti – rivelatisi capaci di mettere in crisi, se non di rendere irrilevanti, istituzioni e intese su cui si è retto l'ordine mondiale negli ultimi ottant'anni - i mercati finanziari hanno dimostrato nel post-pandemia una sorprendente capacità di resilienza, arrivando addirittura a segnare a più riprese *performances* storiche.

Si è trattato di un fatto nuovo rispetto alle esperienze del secolo scorso, quando le grandi crisi internazionali avevano sempre provocato crolli verticali delle economie e dei corsi di borsa, lasciando alle loro spalle cumuli di macerie.

L'imperturbabilità dei mercati ha più spiegazioni possibili, peraltro non tutte dettate dalla razionalità, ovvero da una piena e sempre consapevole visione degli scenari di contesto.

Saper distinguere tra rumore di fondo e *shock* strutturali pare essere la virtù che più di ogni altra sta orientando gli operatori in questa contrastata fase congiunturale.

Il *sentiment* resta in territorio positivo anche per quanto riguarda l'immediato futuro, improntato com'è ad un ottimismo di fondo, seppure alla ricerca di conferme.

Conferme che, con tutta probabilità, andranno cercate soprattutto nei ritorni attesi dai colossali investimenti nelle nuove tecnologie di *AI*, sostenuti come sono da esposizioni debitorie quasi altrettanto colossali delle grandi imprese *high-tech*. Quelle imprese che finiscono con l'imprimere la direzione di marcia ai mercati.

Ma quel che qui più importa dire è che, complice anche il positivo andamento congiunturale, nell'ultimo triennio si è registrato un'ulteriore, significativa riduzione della conflittualità tra risparmiatori e intermediari, scesa a livelli mai toccati prima: 2.684 sono stati i ricorsi pervenuti nel periodo 2023/2025, all'incirca la metà rispetto al triennio iniziale.

E questo conforta per più di un motivo.

Anzitutto perché attestativo del fatto che le crisi bancarie del decennio scorso possono essere annoverate, oramai, tra i ricordi di un non lontano passato, dando conto il panorama attuale di un comparto adeguatamente patrimonializzato e, più in generale, di operatori professionali solidi e competitivi.

Ma la minore conflittualità rende testimonianza anche di una migliore predisposizione e di una maggiore affidabilità degli stessi operatori nel gestire e nel preservare le relazioni con la clientela.

Relazioni che possono trovare ora ulteriori spunti evolutivi e strategicamente innovativi nelle tecnologie digitali, se il loro utilizzo sarà improntato a efficiente pragmatismo; un pragmatismo scevro da diffidenze e pregiudizi o, all'opposto, da affidamenti indiscriminati.

Capace, in definitiva, di reingegnerizzare criticamente processi e relazioni, recando valore aggiunto.

Il *trend* al ribasso del contenzioso degli ultimi anni ha giovato all'ACF.

Ha consentito di accelerare il cammino per centrare l'obiettivo, in passato mai alla nostra portata ma oramai dietro l'angolo, di contenere i tempi istruttori entro quelli standard.

Ha lasciato spazio per iniziative volte a inculcare migliori conoscenze e consapevolezze nei risparmiatori, e questo grazie anche al già ricordato potenziamento degli strumenti di dialogo con le associazioni rappresentative.

Non da ultimo, ha portato alla realizzazione a cura della nostra Segreteria Tecnica - a cui va il mio ma, sono convinto, anche il vostro plauso - di un massimario delle decisioni di maggior impatto, assunte dal Collegio nel suo primo quasi decennio di attività.

Si tratta di una rassegna pressoché completa, che si è ritenuto utile riprodurre in apposito capitolo della Relazione 2025 e che ci proponiamo di rendere fruibile anche tramite altri canali divulgativi.

Il massimario intende proporsi come l'archetipo di un sistema di giustizia predittiva che, idoneamente strutturato, mi auguro potrà nei prossimi anni essere messo al servizio della comunità finanziaria e di tutti i cittadini.

Già ora, ad ogni modo, consultare il massimario significa acquisire contezza degli snodi che assumono più rilievo e che si sono presentati sinora come i più critici nella relazione cliente/intermediario.

Significa anche, e direi soprattutto, trarne spunti di riflessione utili - tanto per gli operatori professionali, che per i piccoli risparmiatori e per chi li rappresenta - per innovare processi operativi e riconsiderare posture.

Per ridurre gli elementi di attrito, contenere il tasso di conflittualità, alimentare un sentimento di sana e reciproca fiducia.

In definitiva, per contribuire a convogliare risparmio "pigro" verso i mercati finanziari. Perché è questa, lo sappiamo, la sfida che da vari decenni incombe sulla nostra economia.

Ma vediamo ora, brevemente, quali sono alcuni degli indicatori più significativi ricavabili dall'attività di questo primo decennio.

2. Alcuni indicatori-macro 2017/2026

Sono state sinora sottoposte all'Arbitro 13.000 controversie, di cui oltre 12.500 ad oggi risolte.

Il tasso di accoglimento è stato superiore al 60%; percentuale in marcata decrescita negli ultimi anni, tanto da essere scesa nel 2025, per la prima volta, sotto la soglia del 50%.

Chiaro segnale, anche questo, di un oramai affermatosi ritorno alla normalità rispetto al primo triennio, quando il tasso di accoglimento dei ricorsi aveva raggiunto picchi superiori al 90%.

Sono stati riconosciuti risarcimenti per complessivi 175 milioni di euro, con una media *pro-capite* di 34.000 euro e un tasso di esecuzione delle decisioni da parte degli intermediari soccombenti stabilmente superiore al 90%; nel 2025 pari al 94%.

L'efficacia dello strumento non pare, dunque, poter essere messa in discussione. Tanto più ove si consideri che le decisioni, anche laddove rimaste inesequite, hanno trovato non di rado il modo di svolgere un ruolo fattivo tramite il loro recepimento in successive sentenze sugli stessi fatti. Esempio, a questo riguardo, l'esito di una *class action* recentemente esperita e per la prima volta accolta dal giudice civile facendo proprie anche argomentazioni contenute in decisioni ACF.

Sono dati - quelli sopra richiamati e i tanti altri esposti nella Relazione 2025, a cui rinvio per ogni approfondimento - che si prestano a talune considerazioni.

Della tendenza al ribasso nell'afflusso di nuovi ricorsi si è già detto, anche se devo aggiungere che stiamo registrando in questo primo semestre 2026 un'inversione di tendenza, con un incremento di circa il 10% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno.

Si tratta di un *trend* - quello discendente - positivo ma che, nello stesso tempo, non consente pause d'azione, l'obiettivo dovendo rimanere quello della tendenziale massimizzazione delle utilità che strumenti come l'ACF possono rendere alla collettività.

Oltre 1/3 dei ricorsi pervenuti ha tratto origine dai casi di risparmio tradito prima richiamati. Senza di essi, il flusso si sarebbe rivelato inferiore alle attese. Potrebbe voler dire non aver intercettato parte, più o meno cospicua, del contenzioso che si genera comunque sui mercati finanziari.

Insufficiente conoscenza, tuttora, dello strumento; diffidenza di fondo circa la sua reale efficacia; propensione da parte degli operatori del diritto a privilegiare per i loro assistiti strumenti di tutela più tradizionali.

Queste alcune delle possibili cause.

Cause che non sono un'esclusiva dell'ACF o di altri strumenti *Adr* nazionali, se è vero com'è vero che in sede di varo della Direttiva UE 2025/2647, modificativa della

Direttiva 2013/11, è stato rilevato un ritardo in vari Paesi UE nell'utilizzo di procedure alternative di risoluzione delle controversie, con una delle principali cause individuata nella tuttora scarsa conoscenza da parte dei consumatori dei vantaggi insiti in tali procedure.

Lodevole appare, allora, l'iniziativa promossa dal Ministero delle Imprese e del *Made in Italy*, nell'ambito del Tavolo di coordinamento degli strumenti *Adr* nazionali, che ha portato quest'anno al varo di una campagna di comunicazione a largo raggio, su *media* tradizionali e non, volta ad ingenerare nei cittadini migliori e più diffuse consapevolezza circa le opportunità offerte da tali strumenti.

E di iniziative in tal senso è auspicabile che si facciano carico anche le associazioni dei risparmiatori, sfruttando il loro radicamento sul territorio, oltre che gli stessi enti esponenziali degli intermediari.

I sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie vanno valorizzati per ciò che, in fondo, intendono essere: un'opportunità tanto per i consumatori, quanto per le imprese.

Essi non servono per alimentare *ad libitum* conflittualità ma per riannodare rapporti entrati in crisi, così assolvendo al meglio anche quella funzione deflattiva del contenzioso civile che è nel loro *Dna*.

Il che si rivela tanto più importante nel caso dell'ACF ove si tenga conto del profilo del ricorrente-tipo: in oltre i 2/3 dei ricorsi pervenuti si è trattato di un uomo (il *gap* tra i generi permane, dunque, in tutta la sua evidenza in ambito finanziario); ultracinquantenne; con un livello di scolarizzazione non elevato; in possesso di conoscenze ed esperienze pregresse in materia finanziaria poco significative; che persegue obiettivi d'investimento soprattutto conservativi e raramente di lungo periodo; con una scarsa o nulla propensione al rischio; che privilegia investimenti agevolmente liquidabili.

Sono caratteristiche che, unitariamente considerate, delineano il profilo di un investitore al dettaglio bisognoso di speciali cure e attenzioni.

Cure e attenzioni tanto più necessarie per quella cospicua fetta (circa il 25% del totale) di investitori *over* settanta rivoltisi sinora all'Arbitro Consob, che appaiono un campione rappresentativo, ma con tutta probabilità non esaustivo, di quel *target* di risparmiatori che, in quanto maggiormente vulnerabili, necessitano anzitutto di rassicurazioni.

Di ciò è indice anche il prevalente utilizzo da parte dei ricorrenti della facoltà di farsi assistere da terzi, che ha riguardato quasi il 65% del contenzioso, nonostante il sistema ACF si caratterizzi, oltre che per la sua totale gratuità, anzitutto per l'accessibilità diretta da parte degli interessati.

L'assistenza legale ha, in ogni caso, elevato la qualità del contraddittorio, consentendo al Collegio di meglio apprezzare eventi e doglianze; ha fatto registrare

un tasso di accoglimento delle domande più elevato; ha favorito la conclusione di accordi transattivi in pendenza del procedimento ACF, con conseguente venir meno della materia del contendere e presumibile salvezza del rapporto fiduciario tra le parti.

Tutto questo, in un contesto relazionale in cui molti investitori *retail* continuano a privilegiare posture quasi esclusivamente recettizie, nel cui ambito non è loro sempre chiara neppure la tipologia dei servizi d'investimento contrattualizzati e le relative implicazioni.

Si tratta di un *deficit* conoscitivo di base che può creare le premesse per conflitti o per *misunderstanding* che possono mettere a repentaglio il rapporto.

Non è un caso che in molteplici decisioni sia stato posto l'accento sulla necessità che la stipula del contratto-quadro rappresenti anche occasione per scambi informativi capaci di ingenerare autentica consapevolezza nel risparmiatore.

3. Il processo d'investimento: dove e perché intervenire

Investire significa fare scelte che sono capaci di ipotecare il nostro futuro. Nel bene, come nel male.

E' per questo che tutti conveniamo nel dire che scelte finanziarie appropriate presuppongono informazioni chiare, complete e attendibili, oltre a correttezza comportamentale.

Affinchè sia così serve il concorso di entrambi gli attori protagonisti: risparmiatore e intermediario. I ruoli che sono chiamati a ricoprire sono diversi, perché diversa è la portata dei rispettivi obblighi ed oneri. Entrambi, tuttavia, devono mostrarsi capaci di convergere verso un fine unitario che si riveli soddisfacente dei loro legittimi, ancorché distinti, interessi.

I conflitti traggono alimento da processi operativi inadeguati, asimmetrie informative e comportamentali, superficialità valutativa, *deficit* cognitive e decisionali.

"*Servire al meglio l'interesse del cliente*" è l'impegnativa bussola comportamentale che il legislatore del TUF ha messo nella disponibilità degli intermediari, vincolandoli a tenere una rotta operativa che ne assicuri la costante osservanza.

Per dare concretezza al precetto l'intermediario è chiamato ad un *facere* capace di modulare la prestazione in funzione dell'oggetto del rapporto, delle caratteristiche soggettive del cliente, degli obiettivi dichiarati.

Come più volte messo in luce dal Collegio, per ritenere correttamente perseguito l'interesse del cliente serve un grado di diligenza superiore rispetto a

quella ordinaria, che non si esaurisca nella rituale messa a disposizione dell'investitore di documenti e nella sottoscrizione di atti, perché questo può non bastare per trasferire conoscenze effettive.

Considerato, poi, che buona parte dell'operatività sui mercati si è oramai trasferita sul *web*, come confermato anche dal moltiplicarsi negli ultimi anni dei casi di contenzioso che scaturiscono dall'utilizzo dei sistemi di *trading on-line*, ciò significa, per gli intermediari, anzitutto implementare procedure al passo con i tempi e le tecnologie disponibili.

Procedure che, come segnalato in varie decisioni, siano scandite in *steps* che consentano e, anzi, vincolino l'investitore, tra l'altro, alla previa visualizzazione della scheda informativa sullo strumento finanziario; ovvero che presentino un *link*, munito di funzione bloccante, tramite il quale l'investitore possa accedere agevolmente all'informativa di suo interesse, così anche responsabilizzandosi.

L'elaborazione di orientamenti così puntuali non vuole minimamente intaccare l'autonomia degli operatori professionali; piuttosto, mira a rendere contributi capaci, nello stesso tempo, di dare effettività alle norme e di delineare indirizzi comportamentali per fasi del processo d'investimento che restano cruciali, se si vuole mettere l'investitore nella condizione di assumere decisioni di cui non debba, poi, pentirsi.

Inoltre, per poter agire nel miglior interesse del cliente l'intermediario deve prima conoscerlo.

Il questionario di profilatura non è un atto come gli altri, è utile ricordarlo ancora una volta quest'oggi. Non serve per mettere in archivio informazioni, più o meno sommarie, su conoscenze ed esperienze finanziarie del cliente, ma per parametrare al meglio i servizi.

Le informazioni vanno raccolte, dunque, con modalità idonee a garantire affidabilità e sufficiente granularità, non foss'altro che per minimizzare i rischi insiti in processi di tipo autovalutativo.

L'investitore *retail* raramente è il miglior conoscitore di sé stesso.

E allora, è regola anzitutto di prudenza per gli intermediari sottoporre a vaglio critico le informazioni rese dal cliente, così da intercettare incompletezze, incongruenze e contraddizioni, che vanno risolte con l'apporto del soggetto profilato, a sua volta chiamato ad un ruolo proattivo e responsabile, così da contenere anche fenomeni di *overconfidence*.

Tutto questo risulta ancora più vero oggi, in piena algocrazia, essendo l'industria dei servizi finanziari oramai passata dal "se" al "come" vengono utilizzati gli algoritmi nei processi aziendali.

Tramite procedure algoritmiche, infatti, sono sempre più spesso valorizzate le informazioni e viene svolta la profilatura; senza alcuna, ovvero con molto limitata relazione diretta tra agenti umani.

Ebbene, se correttamente impostati e governati, i nuovi strumenti, lungi dal deteriorare la qualità del risultato finale, possono piuttosto incrementarla, depurandola dalle scorie cognitive ed emotive insite nell'umano agire e nell'umano valutare.

Il che non è incompatibile, tutt'altro, con quanto si è avuto modo di puntualizzare ad opera del nostro Collegio, laddove è stato segnalato che l'utilizzo di algoritmi, tanto ai fini dell'assegnazione del profilo al cliente che in sede di valutazione degli investimenti, non costituisce in sé assoluta garanzia dell'attendibilità del risultato finale, di questo restando l'intermediario, in ogni caso, responsabile.

Avvalersi di strumenti di *AI* in luogo di agenti umani non può avere quale epilogo quello di un affievolimento delle garanzie poste a tutela degli investitori, né deve poter favorire processi di deresponsabilizzazione.

Vanno evitati, insomma, apriorismi e presunzioni, ferma restando la del tutto condivisibile massimizzazione delle utilità traibili dalle nuove tecnologie.

Lo stesso è a dirsi per altre fasi del processo d'investimento, tra cui quella di valutazione dell'adeguatezza per servizi ad alto valore aggiunto, quale quello di consulenza.

Il suo esito non può che essere *tailor made*, in quanto modellato sulle caratteristiche soggettive e le aspettative finanziarie del cliente.

Dichiarazioni di adeguatezza che non dettagliano le motivazioni a sostegno della raccomandazione resa, che non spieghino perché "quell'investimento" è coerente con il profilo e gli obiettivi declinati da "quel cliente" finiscono con l'essere *inutiliter data*.

Un *report* funzionale allo scopo riporta informazioni e valutazioni chiare, esaurienti e personalizzate; ove invece generiche, apodittiche, standardizzate, identiche anche se riferite a più parametri o espresse con motivazioni alternative, esse sviscerano l'apporto consulenziale, rendendolo inidoneo a farne scaturire scelte consapevolmente informate.

Considerazioni analoghe possono svolgersi in tema di *product governance*.

Mi limito a ricordare, a questo proposito, che operazioni eseguite fuori *target market* positivo sono giustificate e idonee a perseguire l'interesse del cliente solo se congruamente motivate e foriere di divergenze tollerabili, da valutarsi sempre su base individuale.

Mi piace concludere questa necessariamente breve rassegna sugli orientamenti ACF segnalando che stiamo rilevando un più che apprezzabile grado di reattività, in funzione conformativa, da parte degli intermediari.

Il senso di marcia, insomma, appare quello giusto.

4. Iniziative in corso e linee d'indirizzo per il futuro

4.1. La piattaforma ACF e l'utilizzo di strumenti di AI

Sono state definite in ambito Consob iniziative per il potenziamento della piattaforma a disposizione degli utenti per la presentazione dei ricorsi e per la gestione dei flussi procedurali; iniziative analoghe sono in cantiere per quanto riguarda l'*upgrading* delle funzionalità del sito, che prossimamente si presenterà rinnovato agli utenti.

Lo scorso anno è stato dato avvio al progetto di evoluzione tecnologica degli applicativi informatici in uso, nel cui ambito è previsto l'utilizzo di strumenti di intelligenza artificiale.

Si tratta di progetti e attività che, nel loro complesso, mirano a proiettare l'ACF nel suo secondo decennio di attività.

In un contesto tecnologico capace di evolversi alla velocità della luce e di proporre spazi d'innovazione impensabili solo fino a pochi anni fa, se non fino a pochi mesi fa, l'opzione di circoscrivere *ex ante* gli ambiti di possibile utilizzo degli strumenti di AI non appare quella consigliabile. Per l'ACF, come per qualunque altra entità, pubblica o privata.

L'approccio antropocentrico si sta rivelando sotto più profili un'illusione nell'arco di una sola generazione. Già ora, il *cogito ergo sum* non è più monopolio degli esseri umani.

Senza per questo cadere nell'errore di lasciarsi andare ad una visione distopica del futuro che ci attende, potrebbe dunque rivelarsi miope e controproducente una strategia autolimitante, che impedisse cioè di cogliere e mettere a fattor comune tutte le opportunità che l'utilizzo dei nuovi strumenti può e potrà via via offrire.

Nessuna pregiudiziale, insomma, pare opportuna. Piuttosto, l'impegno quotidiano e concreto per un uso etico, critico, verificabile, responsabile ed efficiente di strumenti di AI.

Ove si convenga su questo, l'utilizzo di sistemi di intelligenza artificiale nei procedimenti ACF potrà, allora, evolversi in prospettiva fino a ricomprendere lo stesso atto finale, pur con gli opportuni *warning* di processo e le necessarie cautele. La Direttiva UE 2025/2647 non rappresenta un ostacolo - tutt'altro - affinché si possa operare fattivamente in questa direzione.

Oltre alla tempestività operativa, se ne gioverebbe la coerenza delle posizioni assunte e delle pronunce rese, che resterebbe pur sempre presidiata dal Collegio, a cui in un simile scenario spetterebbe anzitutto il compito di cogliere e valorizzare ogni aspetto evolutivo indotto da mutamenti del quadro normativo di riferimento, da nuovi comportamenti operativi, ovvero e più in generale da cambiamenti di scenario sui mercati finanziari.

4.2. La collaborazione con l'Arbitro Bancario Finanziario (ABF) e quella, futura, con l'Arbitro Assicurativo (AAS)

La collaborazione con l'Arbitro di Banca d'Italia ha rappresentato, in questi anni, un punto fermo per l'ACF.

Ce ne siamo giovati in fase di *start up* ed essa si è evoluta anche grazie alla spinta indotta dal Protocollo d'intesa sottoscritto nel 2020 dalla Consob e dalla Banca d'Italia, allo scopo di rafforzare gli strumenti di raccordo e coordinamento tra i due Organismi.

Ma quel che più merita di essere evidenziato quest'oggi è l'unità d'intenti, fondata su una *vision* che ci ha visti accomunati, emersa anche in occasione dei periodici Forum tenutisi tra esponenti dei rispettivi Collegi, nell'ambito dei quali le questioni affrontate hanno trovato soluzioni sempre proficuamente condivise.

Ci sono varie iniziative in corso tra ABF e ACF, che vedono le Autorità di riferimento e le rispettive strutture di servizio impegnate in costante coordinamento tra loro.

Tra queste, va segnalato il progetto per la realizzazione di un'infrastruttura tecnica di raccordo tra i due sistemi, che ne renda più agevole l'utilizzo da parte degli utenti.

Il progetto mira a mettere a loro disposizione - si prevede, agli inizi del prossimo anno - un'interfaccia caratterizzata da un *access point* unico, tramite il quale poter incanalare il ricorso verso l'uno o l'altro Organismo, a seconda della materia del contendere.

Come chiaramente emerso in questi anni può rivelarsi, infatti, tutt'altro che agevole per un utente, anche medio, avere sempre chiaro quale sia l'*Adr* verso cui indirizzarsi, considerate le non poche zone di confine tra le competenze dei due Arbitri.

Si tratta di progetto a rilevanza strategica, anche perché può creare le premesse per successive e più evolute fasi di integrazione.

Sono certo che un altrettanto valido modello di collaborazione potrà essere messo a punto quanto prima anche con l'Arbitro Assicurativo (AAS) dell'IVASS, operativo dallo scorso mese di gennaio.

4.3. Tutela e valorizzazione del risparmio: quadro congiunturale, assetto normativo e ruolo dell'ACF

“La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l’esercizio del credito.

Favorisce l’accesso del risparmio popolare alla proprietà dell’abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese”.

Rileggere la nostra Costituzione non è mai esercizio inutile, anche solo per apprezzare l’inarrivabile perizia dei Padri costituenti nel selezionare parole e farle vivere, così individuando mete verso cui poter indirizzare l’azione pubblica e quella dei privati.

L’art. 47 non fa eccezione.

Tre verbi (“*incoraggia*”, “*tutela*”, “*favorisce*”) fanno da architrave, concorrendo a definire finalità e strumenti per creare, preservare e valorizzare il risparmio dei cittadini; e per quanto la formulazione della norma non possa che scontare le ruggini del tempo, risulta impossibile metterne in discussione l’immanente attualità.

Quando parliamo di crescita e ci arrovelliamo sul da farsi, non facciamo altro che evocare, a ben vedere, principi messi nero su bianco già ottant’anni fa.

Attuarli è il compito che spetta a ogni generazione.

La nostra è chiamata a farlo in un contesto che - fatta eccezione per il prima e il dopo dei due conflitti mondiali del secolo scorso - dagli inizi del novecento ad oggi mai si è presentato così denso di incognite. Il che non può, all’evidenza, condurre all’inazione se non si vuole che l’incertezza si trasformi in acquiescente, mediocre e colpevole normalità.

Nel nostro Continente si percepiscono segnali di risveglio e, soprattutto tra i più giovani, anche di un maggior senso di appartenenza e partecipazione alla vita pubblica, per quanto messi a dura prova dal tutt’altro che univoco quadro congiunturale.

Tra gli addetti ai lavori pare farsi strada il fattivo convincimento che sia tempo per abbandonare schemi consunti e abbattere dogmi paralizzanti, rimuovendo ovvero rendendo sterile l’anacronistico vincolo dell’unanimità; lasciandosi alle spalle strumenti solo nazionali; accelerando in maniera concludente su temi come la competitività, il mercato interno, il 28° ordinamento, i *safe asset* UE, l’Unione dei Risparmi e degli Investimenti (*SIU*), così da dare più spessore ai mercati e contenere le tuttora ingenti fuoriuscite di liquidità verso piazze finanziarie extra UE; non da ultimo, ponendo mano alla redazione di codici europei in materia bancaria, finanziaria, penale dell’economia, tributaria.

Disincrostarlo e armonizzare la regolamentazione all'insegna del "*less is more*" è iniziativa che viene auspicata tanto dai sostenitori convinti dell'idea che ci voglia più Europa, quanto da quegli euroscettici che puntano il dito sugli eccessi regolatori e sull'insostenibile peso della burocrazia europea; e non sempre la coerenza viene considerata un valore dagli appartenenti tanto all'uno, quanto all'altro degli schieramenti.

Non è un esercizio di coerenza, ad esempio, auspicare la creazione di un'unica borsa valori europea e, nello stesso tempo, porsi a difesa di veri o presunti campioni nazionali a fronte delle *avances* di concorrenti dell'Eurozona.

Si tratta oltretutto di posizioni che, per la loro intrinseca ambiguità, possono finire con il minare la credibilità di progetti unificanti e frustrare le tante aspettative riposte nella *SIU*, quale veicolo per far affluire più risparmio verso i mercati UE.

La creazione di un ecosistema finanziario unico, integrato a livello europeo, presuppone anzitutto convergenza politica e consapevolezza diffusa che conviene - e sottolineo, conviene - parlare il linguaggio dell'Europa per navigare nelle acque incognite degli attuali scenari internazionali senza, per questo, rischiare il naufragio.

Si rivelerebbe, però, illusorio pensare che basti la via regolatoria per sovvertire la tendenza allo "zero virgola" di crescita e arricchire di *new entry* i listini di borsa. Le norme non possono supplire all'assenza di strategie, né sostituirsi all'azione "dei" e "sui" mercati.

Per migliorare la produttività, innovare, aumentare la scala dimensionale, competere a livello globale occorre promuovere, diffondere e praticare cultura d'impresa e del rischio, con il decisivo contributo di un sistema finanziario capace di sostenere le aziende nei cicli di crescita e che dia ai giovani di talento la possibilità di tradurre le loro idee in iniziative che producano innovazione e posti di lavoro. I nostri *startupper* sono pochi, di età più elevata rispetto ai loro *competitors* d'oltreoceano e decisamente meno supportati.

Sì, ad ogni modo, ad una *deregulation* che, con approccio intersettoriale, miri ad abbattere l'inflazione normativa che è nei fatti, purché vengano preservati i capisaldi. Le norme non sono sempre e solo un costo: ben calibrate, esse possono finire anzi con il rendere più *appealing* un sistema-paese o un intero continente.

E sempre a proposito di regole, la recente riforma del TUF non pare un'occasione persa per il fatto di aver lasciato in più parti inalterato l'assetto normativo disciplinante la prestazione di servizi e attività d'investimento.

Le modifiche forse in prospettiva più impattanti riguardano la gestione collettiva, con l'obiettivo di semplificare l'operatività dei gestori e, loro tramite, agevolare l'afflusso di capitali freschi verso le piccole e medie imprese. Apprezzabili anche gli interventi di razionalizzazione di competenze e procedure delle Autorità di

settore, mentre si è preferito lasciare per ora inalterato il sistema delle tutele per gli investitori *retail*.

A questo riguardo, la oramai decennale esperienza ACF porta a dire che la declaratoria di nullità - finendo con il travolgere l'intero rapporto contrattuale, con i conseguenti obblighi restitutori, oltretutto non sempre in concreto esigibili - può rivelarsi strumento meno efficace di altri; soprattutto, non è affatto detto che sia sempre il più tutelante per il contraente debole.

Non è un caso che il nostro Collegio, con approccio sostanzialista, abbia fatto un uso molto parsimonioso della norma del TUF, optando in massima parte per la via risarcitoria.

L'auspicio che formulo in questa circostanza è che della oramai copiosa "giurisprudenza" dell'Arbitro Consob si possa tenere conto nel caso si dovesse porre mano ad interventi modificativi dell'attuale assetto regolatorio.

Interventi che non potranno che muoversi nel solco del quadro normativo europeo e che dovrebbero portare ad una riconsiderazione anche degli strumenti di *soft law*, laddove generatori di eccessi di frammentazione, sovrapposizioni, costi di *compliance* non giustificati.

* * *

In questo clima riformatore le stesse attribuzioni dell'Arbitro Consob possono prestarsi a interventi evolutivi.

Alla tipica funzione aggiudicativo-decisoria pare auspicabile che si sommi quella conciliativa, sulla falsariga di quanto apprezzabilmente fatto di recente per l'Arbitro Assicurativo. Gioverebbe alla speditezza procedimentale e anche il rapporto fiduciario tra le parti potrebbe risulterne meglio preservato.

Quale corollario, si può prendere in considerazione l'ipotesi che la proposta conciliativa, ove del tutto allineata ai precedenti, venga elaborata e sottoposta alle parti direttamente dalla Segreteria Tecnica, lasciando al Collegio la competenza negli altri casi.

Ancora: ove si intendesse dare pienezza di contenuti ad una funzione più propriamente arbitrale, intermediari e clienti potrebbero avvalersi della facoltà di inserire una clausola compromissoria nel contratto-quadro, assegnando all'ACF la risoluzione delle controversie che dovessero insorgere in pendenza di rapporto, con i conseguenti effetti civilistici. Una simile finalità potrebbe essere più efficacemente perseguita con un intervento emendativo dell'art. 32-ter del TUF, che assegnasse valenza di lodo irrituale alla decisione ACF.

Anche la competenza per materia dell'Arbitro, allo stato ancorata ai servizi d'investimento, può essere messa in discussione e se del caso estesa ad altri ambiti in cui l'Autorità di riferimento - la Consob - risulta attributaria di funzioni.

Penso, in particolare, alle controversie in materia societaria promosse da azionisti di minoranza.

Un'ultima suggestione, spero, mi sia consentita.

Se omogeneizzazione, semplificazione, riduzione delle frammentazioni sono tra gli obiettivi da centrare nelle varie sedi di riforma, perché allora non prendere in considerazione anche l'ipotesi di una *reductio ad unitatem* in materia arbitrale, concentrando in un unico organismo, articolato al suo interno in più collegi a composizione variabile, le competenze per tutte le controversie in materia bancaria, finanziaria e assicurativa?

Un arbitro unico che, sotto il concertato coordinamento funzionale, organizzativo e procedurale delle Autorità preposte ai tre settori, cumuli su di sé le competenze di ACF, ABF e AAS.

I vantaggi per gli utenti appaiono scontati; ma anche sotto il profilo funzionale e, perché no, della razionalizzazione dei costi complessivi di sistema, a me pare suggestione che merita forse migliori riflessioni nelle sedi opportune.

Se a livello comunitario e nazionale ci sentiamo impegnati a costruire il futuro, in esso potrebbe esserci spazio anche per mirati interventi in queste direzioni.

Autorità,

Signore e Signori,

è probabile - direi, auspicabile - che molti degli avvenimenti in corso non saranno un domani ricordati quali memorabili tappe di progresso umano e sociale.

Viene subito da pensare alle guerre, tornate inopinatamente d'attualità e alle quali l'opinione pubblica corre il rischio di assuefarsi, anche solo per stanchezza mediatica; e poi alle spinte autarchiche, che stanno muscolarmente prevalendo sugli strumenti di concertazione e le libere intese tra popoli e nazioni. Si spera non in via definitiva.

L'innovazione tecnologica, invece, viene quasi in automatico associata all'idea stessa di progresso ed intesa quale mezzo in grado di assicurare, comunque, un futuro nel complesso migliore. Negli attuali scenari, lungi dal rivelarsi neutra, essa ha già assunto un ruolo del tutto inedito rispetto ad ogni altra pur rilevante innovazione del passato.

Oltre alla pervasività, quello che più colpisce è la velocità della spinta innovativa.

Nel giro di pochissimo siamo passati dalla datocrazia all'algocrazia.

Solo ieri pensavamo che il nuovo petrolio fossero, appunto, i dati e oggi stiamo acquisendo consapevolezza che il vero potere risiede, invece, nel modo in cui essi vengono processati e poi utilizzati; tanto che viene invocata da più parti una *governance* del potere trasformativo dei dati.

I nuovi modelli di *AI* generativa pensano, agiscono e forniscono risposte strutturate e contestualizzate che stanno rendendo anacronistiche le banche dati e hanno già messo in crisi mansioni e professioni. E probabilmente siamo solo agli inizi.

Se era già vero ieri, è ancora più vero oggi che la regolamentazione arranca nel cercare di tenere il passo dell'innovazione.

L'*AI*, in ogni caso, non è una fuga dall'umano, tutt'altro. Essa reca in sé un cambio di paradigma che si sta traducendo in modelli relazionali e produttivi carichi di implicazioni anche etiche e sociali, che ci stanno conducendo a grandi passi verso latitudini sinora inesplorate e tuttora prive di un orizzonte che possa dirsi alla nostra portata.

Non è certo un caso che la prima Enciclica del suo pontificato, dal titolo così evocativo ("*Magnifica Humanitas*"), Papa Leone XIV l'abbia dedicata al tema dei temi: l'uso appunto "umano", dunque cosciente, etico, critico e responsabile delle nuove tecnologie.

Perché l'AI è multiforme e può condurre verso direzioni ed esiti opposti.

Può moltiplicare le diseguaglianze, amplificare i *gap* generazionali, soffiare sul fuoco dei conflitti sociali ma può anche rivelarsi straordinaria leva di cambiamenti e di crescita, offrendo opportunità nuove a quanti sono e saranno capaci di coglierle e valorizzarle.

Certamente può esaltare le divisioni, esacerbare gli animi, favorire la polarizzazione delle opinioni; ma altrettanto certamente può rendere contributi tali da poter giungere a posizioni convergenti su tematiche prima divisive o a condividere *policy*.

Ancora: può alimentare e far prosperare *fake news* ma, nello stesso tempo, fornisce anche i mezzi per poterle efficacemente contrastare.

L'unica certezza di cui disponiamo è che l'AI ha amplificato le complessità.

Questo in ambito finanziario significa che se fino a ieri un piccolo risparmiatore pronto a trasformarsi in investitore era incline a seguire poche e piuttosto consolidate direttrici, ora non è più così. Oggi è immerso in un oceano informativo, anche subliminale, fatto di sollecitazioni e flussi pluridirezionali che promanano da fonti spesso non verificate o non verificabili, con un permanente rischio di annegamento mediatico che può finire con l'alimentare la tentazione - anzi, la pericolosa illusione - che sia preferibile il "fai da te".

Per molti, ChatGPT è già il consulente finanziario di riferimento e pronto all'uso. Inoltre, soprattutto tra gli investitori più giovani o tecnologicamente evoluti paiono ora dilagare i *prediction markets* che presto supereranno, a quanto pare, quota mille miliardi di capitalizzazione, tra rischi difficilmente amministrabili e sospetti vari di *insider trading*.

In un contesto tecnologico-mediatico in cui la disinformazione finanziaria può agevolmente incunearsi e fare innumerevoli, oltre che inconsapevoli, proseliti e vittime è inevitabile riconsiderare e far evolvere gli strumenti di tutela e di contrasto.

Il pensiero va anzitutto all'educazione finanziaria quale fondamentale diritto di tutti, che dovrebbe accompagnare l'intero ciclo di vita di ogni individuo, con l'indispensabile supporto dell'alfabetizzazione digitale. Può contenere, se non sterilizzare del tutto, le dipendenze informative tossiche, accrescere il grado di autonomia, irrobustire la consapevolezza. Può fare di ogni cittadino un risparmiatore e un investitore adulto.

Obiettivo al cui conseguimento sono chiamati a concorrere gli intermediari, se non vogliono vedersi prima o poi scalzati dalla sempre più performante AI agentica. Nessuno meglio di loro può trasferire conoscenze certificate e decodificare a beneficio della clientela gli eterogenei e spesso decettivi segnali che provengono dal rumoroso mondo del *web*, nell'accezione di rumore offertaci da Daniel Kahneman, Nobel per l'economia.

A loro volta, le Autorità di settore sono chiamate a intercettare, contrastare e inibire disinformazione e abusi con strumenti e occhi nuovi, calpestando lo stesso terreno di gioco: il *web*, appunto.

La Consob ha lodevolmente oscurato sinora migliaia di siti-truffa; fatica di Sisifo dirà forse taluno, eppure si tratta in ogni caso di un irrinunciabile presidio a tutela dei risparmiatori più vulnerabili e a più generali fini di deterrenza.

Oltre che "pigro", il risparmio dei cittadini può rivelarsi "diffidente" o "impaurito" nei nuovi scenari tecnologici, "fuorviato" da false verità, infine "distrutto" da pratiche illecite.

Saperlo preservare e valorizzare resta, oggi più che mai, un'impegnativa sfida da vincere.

Grazie.

GRAFICA • IMPAGINAZIONE • STAMPA



