

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

NUOVE FRONTIERE DELLA REGOLAZIONE
CONFORMATIVA DEI MERCATI: ESPERIENZE A
CONFRONTO

NUMERO MONOGRAFICO

A CURA DI M. CAPPAL, A. DAVOLA, U.
MALVAGNA, S. VACCARI

OTTOBRE / DICEMBRE

2025

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO⁺

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

ADRIANA ANDREI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI,
ALESSANDRA CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, EDOARDO
CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO DAVOLA, ANGELA
GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA
SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO,
UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA
MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA
PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA, GIULIA TERRANOVA, VERONICA
ZERBA (SEGRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNAZI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INViate AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABbia APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE. QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**IL PRESENTE FASCICOLO RACCOGLIE GLI ATTI DEL
CONVEGNO «NUOVE FRONTIERE DELLA
REGOLAZIONE CONFORMATIVA DEI MERCATI:
ESPERIENZE A CONFRONTO» TENUTOSI PRESSO
L'UNIVERSITÀ DI TRENTO IL 6 E IL 7 FEBBRAIO
2025**

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Nuove frontiere della regolamentazione conformativa dei mercati: l'esperienza ACF

SOMMARIO: 1. Lo strumento ACF: caratteristiche e risultanze operative. – 2. Gli orientamenti ACF e la funzione conformativa del mercato. – 3. Le interazioni con altri Organismi e l'innovazione digitale.

1. *Lo strumento ACF: caratteristiche e risultanze operative.*

Operativo dal 2017, l'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF) replica, pur con talune specificità, il modello organizzativo e funzionale proprio di altri organismi *Adr*, primo tra tutti l'Arbitro Bancario.

Il suo campo d'azione è quello della prestazione da parte degli intermediari autorizzati di servizi d'investimento nei confronti degli investitori *retail*; locuzione, quest'ultima, tendenzialmente onnicomprensiva, rimanendo da essa escluse solo le controparti qualificate e la clientela professionale.

Caratteristiche precipue dello strumento sono la sua accessibilità diretta e la sua gratuità per il ricorrente, oltre che la gestione totalmente dematerializzata degli atti del procedimento; procedimento in esito al quale, conclusa la fase del contraddittorio tra le parti, il Collegio, esaminate le risultanze istruttorie, assume un atto a carattere aggiudicativo-decisorio, ancorché non vincolante per le parti coinvolte.

Così richiamate, a grandi linee, le caratteristiche dello strumento, l'attività svolta dall'ACF nei suoi primi otto anni d'attività può essere così condensata: quasi 12.000 i ricorsi ricevuti, oltre 11.300 le decisioni assunte, con una percentuale di accoglimento dei ricorsi di poco superiore al 60%, per un ammontare complessivo dei risarcimenti sinora riconosciuti di oltre 165 milioni di euro ed un tasso di volontaria esecuzione delle decisioni da parte degli intermediari soccombenti di circa il 95%.

Il contentioso portato sinora all'attenzione dell'ACF fa emergere almeno due caratteristiche che meritano di essere evidenziate: l'alta percentuale di utilizzo da parte dei ricorrenti della facoltà di farsi rappresentare da un procuratore (tipicamente, un avvocato) dinanzi all'Arbitro, pari a oltre il 65%, e la rilevanza economica degli interessi

coinvolti, tenuto conto che il valore medio delle controversie portate alla nostra attenzione è sempre stato, in questi anni, stabilmente al di sopra della soglia dei 60 mila euro.

Dai dati aggregati appena richiamati si possono trarre anche talune riflessioni di sistema.

Ritengo possa dirsi, anzitutto, che l’istituzione dell’ACF ha consentito di soddisfare una “domanda di giustizia” consistente, che ha finito con il valorizzarne la funzione di strumento alternativo ma, nello stesso tempo, anche complementare rispetto al sistema della giustizia civile.

Funzione alternativa, per aver intercettato e drenato una fetta di contenzioso che, in sua assenza, sarebbe stata con tutta probabilità portata all’attenzione del giudice civile, non foss’altro che per il peso economico delle controversie insorte, con ciò fattivamente perseguito quell’obiettivo deflattivo tipico di ogni sistema *Adr*.

Ma funzione anche complementare, per essersi proposto come strumento tramite il quale hanno potuto trovare composizione anche quei casi di conflitti caratterizzati da valori economici tanto modesti da poter ragionevolmente ritenere, in una logica di costi/benefici, che ben difficilmente sarebbero stati portati all’attenzione di un tribunale, ove solo si ponga mente ai costi di accesso al sistema della giustizia.

Né può sorprendere, proprio avendo riguardo al valore unitario medio delle controversie sottoposte in questi anni all’ACF, che circa i 2/3 dei ricorrenti abbiano finito per optare per l’assistenza di un legale; percentuale che trova giustificazione anche alla luce del tuttora deficitario grado di alfabetizzazione finanziaria della popolazione, dovendosi ulteriormente tenere conto che la normativa in tema di mercati finanziari si caratterizza per tecnicità di settore che non possono di certo dirsi alla portata della generalità degli investitori *retail*, anche ove di profilo medio quanto a livello di conoscenze finanziarie ed esperienze pregresse.

In tale contesto operativo, peculiare – e per molti versi improprio – è stato il ruolo che l’Arbitro è stato chiamato a svolgere a seguito delle crisi bancarie di oramai un decennio fa.

Mi riferisco alle banche risolte a fine 2015, alle due banche venete poste in liquidazione nel giugno 2017, a talune banche popolari di territorio che negli stessi anni si erano fatte promotrici di diffusi collocamenti di titoli azionari di diretta emissione presso una vasta

clientela *retail*.

Ebbene, quanto alle prime (banche risolte e banche poste in l.c.a.) un intervento legislativo del settembre 2018 ha eccezionalmente attribuito carattere di esecutività alle numerose decisioni (circa 1.000) assunte in materia dal Collegio ACF nel primo biennio di attività; il che ha consentito di riconoscere e liquidare, con grande tempestività e a favore dei risparmiatori risultati vittime di pratiche di *misselling*, ristori per oltre 30 milioni di euro.

Quanto alle evocate banche popolari, le numerose decisioni (anche qui, all'incirca 1.000) assunte nei loro confronti, in gran parte di soccombenza, non hanno, invece, potuto trovare un esito altrettanto satisfattivo in assenza di un intervento pubblico *ad hoc*, non foss'altro perché la loro massiva esecuzione avrebbe finito con il poter minare la stessa stabilità patrimoniale degli emittenti i titoli.

La diffusa e persistente situazione di illiquidità caratterizzante i titoli azionari interessati ha, oltretutto, pregiudicato la possibilità per i detentori di alienarli, ancorché a prezzi anche significativamente inferiori rispetto a quelli di collocamento, di fatto rendendoli “prigionieri” dell’investimento effettuato.

Da tali, auspicabilmente non replicabili, accadimenti si possono trarre alcune riflessioni utili *pro-futuro*.

Strumenti *Adr* quale l’ACF mal si prestano, in genere, a soddisfare esigenze di giustizia in presenza di crisi conclamate di operatori professionali, ovvero in situazioni che ne mettano comunque gravemente a rischio la continuità aziendale. In simili fattispecie le decisioni, non vincolanti, assunte da un *Adr* rappresentano, per loro natura, strumenti troppo deboli per consentire di dare effettivo e diretto ristoro a tutti quei soggetti che dovessero risultare danneggiati da reiterati comportamenti violativi del quadro normativo di riferimento.

Nello stesso tempo, tuttavia, non posso non evidenziare che l’attività svolta dall’ACF si è, nei fatti, rivelata anche in questi casi comunque foriera di una qualche utilità per i risparmiatori rimasti coinvolti, e ciò in almeno due contingenze: laddove la decisione ha consentito all’investitore *retail* e alla banca emittente di pervenire ad un accordo transattivo fondato sul pronunciamento ACF; ovvero, nei casi in cui, a fronte della mancata esecuzione della decisione, è stata avviata una successiva azione civile, che ha fatto registrare un utilizzo sostanzialmente confermativo, da parte del giudice adito, del

pronunciamento arbitrale.

Resta, in ogni caso, che gli strumenti *Adr* riescono a dare il meglio di sé laddove chiamati a pronunciarsi su quel genere di controversie che possono – direi – quasi fisiologicamente insorgere, in una relazione di tipo economico e in una logica di grandi numeri, tra un operatore professionale e un certo numero di consumatori suoi clienti, purché questo, per quanto appena detto, non finisca con il minare la stessa sopravvivenza sul mercato dell'operatore coinvolto.

2. Gli orientamenti ACF e la funzione conformativa del mercato.

Sin dall'avvio dell'attività il nostro Collegio si è proposto di perseguire un duplice e concorrente obiettivo: 1. proporre, con la decisione, una soluzione della controversia convincente sotto il profilo motivazionale, tanto da indurre le parti – entrambe le parti – a darvi spontanea esecuzione, facendo così venir meno i motivi del contendere e, auspicabilmente, recuperare anche il rapporto di fiducia evidentemente entrato in crisi; 2. delineare, con la stessa decisione, orientamenti applicativi della normativa di settore di portata più generale, quale utile guida per gli operatori professionali, così da sterilizzare a monte la conflittualità vertente su fattispecie analoghe.

Quanto al primo obiettivo, si è già detto dell'elevata percentuale di volontaria esecuzione delle decisioni da parte degli intermediari nei casi di soccombenza; né, per altro verso, si ha contezza che i ricorrenti, in caso di rigetto della loro domanda, l'abbiano sistematicamente riproposta dinanzi al giudice civile.

Il che porta a dire che la pronuncia ACF ha, di norma, un effetto tombale dei motivi del contendere.

Relativamente al secondo obiettivo può evidenziarsi che, ai sensi del Regolamento Consob disciplinante i procedimenti dinanzi all'ACF (delibera n. 19602/2016 e succ. mod.), gli intermediari sono chiamati a trattare i reclami presentati dalla clientela tenendo conto degli orientamenti elaborati dall'Arbitro. Il che non implica in sè alcun obbligo giuridicamente qualificato di conformazione in senso stretto, trattandosi piuttosto di previsione che intende favorire un processo di tendenziale e progressivo allineamento delle prassi e delle procedure interne degli intermediari alle linee applicative della normativa in tema di prestazione dei servizi d'investimento elaborate dall'Arbitro, quale

strumento che di per sé può abbattere il tasso di conflittualità e, per tale via, consolidare il rapporto di fiducia con la clientela.

Ebbene, ritengo a quest'ultimo proposito di poter affermare che il grado di attenzione, se non di piena *compliance*, degli intermediari rispetto agli orientamenti ACF sia divenuto, oramai, decisamente apprezzabile.

Lo trago dall'esperienza maturata sul campo in questi anni, nel corso dei quali sono stati tutt'altro che rari i momenti di confronto dialettico con il mondo degli operatori professionali, proprio avendo riguardo a taluni orientamenti di portata generale elaborati dal Collegio arbitrale; orientamenti che hanno finito con il divenire, dunque, propri del *modus operandi* degli intermediari nella relazione con la clientela.

Cito in proposito due casi, per la loro valenza segnaletica.

L'operatività sui mercati finanziari si sta trasferendo sul *web*. Si tratta di processo irreversibile, in atto oramai da molti anni, che ha fatto emergere questioni nuove anche per quanto riguarda la tutela del contraente debole.

Ebbene, un principio oramai consolidato nell'ampia "giurisprudenza" ACF è che il grado di tutela dell'investitore *retail*, in caso di *trading on-line*, non possa che restare immutato rispetto ai canali tradizionali in uso fino a poco tempo fa.

Pertanto, il processo d'investimento via *web* va scandito, nei suoi vari *steps* procedurali, in maniera tale da garantire la effettiva messa a disposizione dell'investitore delle informazioni preventive necessarie per pervenire ad una scelta d'investimento effettivamente consapevole; ad es., mediante la previsione di una funzione bloccante, tale da consentire al cliente di poter finalizzare l'operazione solo dopo aver visualizzato la scheda informativa relativa allo strumento finanziario di suo interesse, ovvero dopo aver apposto un *flag*, con annessa dichiarazione di avvenuta presa visione della scheda, ovvero con ogni altro mezzo che consenta di conseguire una tale finalità.

Non è, dunque, sufficiente per l'intermediario, per andar esente da responsabilità in caso di contenzioso, fornire prova di aver reso disponibile l'informativa in una qualche sezione del proprio sito, perché questo presupporrebbe un *facere* da parte del cliente non sempre in concreto esigibile, soprattutto laddove trattasi di investitore *retail* sprovvisto di specifiche conoscenze e pregresse esperienze in campo finanziario e, soprattutto, nell'utilizzo degli strumenti telematici.

Un momento fondante della relazione cliente/intermediario è dato dalla redazione del questionario di profilatura.

Si tratta di atto necessariamente propedeutico a ogni scelta d'investimento, data la sua strumentalità rispetto alla valutazione di adeguatezza e/o appropriatezza che l'intermediario è chiamato ad esprimere prima che il cliente disponga l'operazione.

Ebbene, con preoccupante frequenza sono stati registrati in questi anni casi di sistematica sottovalutazione, tanto da parte degli intermediari che degli stessi risparmiatori al dettaglio, delle implicazioni dell'atto.

Questo ha indotto il Collegio ad elaborare numerosi orientamenti in materia, che possono essere così condensati.

Il risparmiatore è chiamato a svolgere un ruolo attivo, anzitutto rendendo informazioni chiare e complete sul suo *status*, munito della consapevolezza di stare così concorrendo alla redazione della sua carta d'identità d'investitore e che la sottoscrizione del questionario è atto tutt'altro che privo d'effetti sotto il profilo giuridico, in forza del cd. principio di autoresponsabilità.

L'intermediario, per parte sua, è tenuto a mettere in campo tutta la diligenza professionale esigibile in base alla normativa di settore, sottponendo al cliente un questionario ampio e dettagliato, tale da poter restituire un profilo attendibile, non limitandosi, dunque, a recepire acriticamente le informazioni resa dal cliente ma, piuttosto, intercettando e rimuovendo eventuali incompletezze rappresentative e incongruenze tra le varie informazioni rese.

Ora, con riguardo sia all'operatività *on-line* che alla redazione del questionario MiFiD, stiamo assistendo – come anticipavo poc'anzi – ad un progressivo allineamento delle prassi interne degli intermediari agli orientamenti appena richiamati; il che non può che essere foriero, a mio avviso, di apprezzabili risultati anche ai fini del contenimento della conflittualità in materia di investimenti finanziari.

Altro è a dire per quanto riguarda, invece, la chiamata ad un ruolo maggiormente proattivo da parte degli investitori *retail*, perché questo involge un ben più oneroso e massivo processo di alfabetizzazione finanziaria della popolazione che non può che partire, come sta accadendo, dalla scuola.

In ogni caso – per quel che è il ruolo che l'ACF è chiamato istituzionalmente a svolgere – anche su questo fronte non sono mancate

iniziativa funzionali ad incrementare il livello delle conoscenze in materia finanziaria. Cito, tra le varie iniziative assunte in questi anni, la pubblicazione sul nostro sito, con cadenza mensile, di “pillole” informative sulle decisioni di maggiore rilevanza, redatte con uno stile redazionale che vuole essere accessibile anche per risparmiatori con un profilo non particolarmente evoluto, come anche l’attivazione due anni orsono di un Tavolo di confronto periodico con i nostri *stakeholders* (rappresentati dalle associazioni di riferimento tanto degli intermediari che dei risparmiatori), quale luogo di confronto funzionale alla realizzazione di iniziative congiunte che possano favorire la diffusione di una migliore cultura finanziaria tra i cittadini.

Il che, in definitiva, è una diversa, complementare e altrettanto efficace modalità attraverso cui perseguire la finalità conformativa del mercato.

3. Le interazioni con altri Organismi e l’innovazione digitale.

Benefici nella stessa direzione sono stati tratti in questi anni anche dalle oramai sistematiche forme di interazione con l’Arbitro Bancario Finanziario, con il quale è attivo dal 2020 un protocollo d’intesa stipulato tra i vertici della Consob e della Banca d’Italia.

La fattiva collaborazione tra i due sistemi, a livello sia di strutture di supporto che di Collegi giudicanti, rappresenta strumento che concorre in maniera apprezzabile al miglior perseguitamento degli obiettivi assegnati ad entrambi gli Organismi; collaborazione che intende rendere utilità anche attraverso l’elaborazione di linee di indirizzo conformative rivolte agli operatori di mercato, che possano tenere conto dell’esperienza maturata dai rispettivi Collegi in sede di trattazione dei ricorsi della clientela.

In un tale contesto improntato ad una sistematica collaborazione e nella prospettiva di concorrere ad elevare i livelli dei servizi erogati agli utenti è stata di recente costituita una task force ACF/ABF, per l’individuazione di soluzioni tecniche funzionali alla progettazione di una infrastruttura informatica comune, che possa agevolare gli utenti nell’individuazione dell’Arbitro al quale di volta in volta rivolgersi, così da ridurre al minimo, se non azzerare, il rischio di conflitti di competenza che, ove negativi, finirebbero con il lasciare l’utente privo di tutele in una sede stragiudiziale.

Analoghe forme di collaborazione potranno essere definite anche con l’Arbitro Assicurativo, non appena reso operativo; con il che verrà a completarsi il *puzzle* degli organismi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia bancaria, finanziaria e, per l’appunto, assicurativa.

Dalla definizione di efficaci forme di interazione tra i tre Organismi *Adr* non potranno che derivare – ne sono certo – ulteriori benefici in funzione conformativa delle prassi di mercato degli operatori professionali, con un effetto di ricaduta significativo anche ai fini di un coordinato esercizio delle funzioni di vigilanza proprie delle tre Autorità preposte (Consob, Banca d’Italia e Ivass), che potranno avvalersi di quanto emerso in sede di trattazione dei reclami e dei ricorsi della clientela.

Sempre a fini conformativi delle prassi di mercato, decisamente apprezzabili sono, a mio avviso, le utilità traibili anche da iniziative di interazione con il sistema della giustizia civile.

Noi dell’ACF seguiamo con ovvia e 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 sono emerse in questi anni 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. Come dicevo, 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 che viene posta in essere.

Sul punto sono emerse in questi anni posizioni variegate in seno alla giustizia civile, soprattutto di merito, su cui a mio avviso sarebbe bene soffermarsi e confrontarsi.

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 arbitrale si è espresso escludendo la sussistenza del nesso laddove il profilo dell’investitore era 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 su queste, come su altre tematiche, individuare sedi confronto in cui, con un approccio aperto e d’intonazione finalistica, possano essere criticamente vagilate 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 recare benefici anche a fini conformativi delle prassi di mercato.

Prima di concludere, alcune brevi riflessioni sulle implicazioni della rivoluzione digitale in atto.

Sappiamo che quella attuale è stagione complessa e sfidante, capace di produrre innovazioni tecnologiche che appaiono tuttora prive di un orizzonte che sia alla portata del nostro sguardo e forse, proprio per questo, ancora più inquietanti e intriganti nello stesso tempo.

Per governarla e indirizzarla nelle giuste direzioni servono – ad avviso non solo mio – menti e occhi nuovi, capaci di coniugare innovazione tecnologica e tutela dei diritti, libertà d'espressione e responsabilità, informazione e verità dei fatti.

Pur doverosamente consci dei rischi, resta che la rivoluzione tecnologica in atto e, in particolare, gli strumenti di *AI* possono rendere utilità significative e non tutte necessariamente percepibili, come dicevo, sulla base delle nostre attuali conoscenze.

Penso, ad es., alla realizzazione da parte degli intermediari di ambienti “immersivi” di relazioni con la clientela, capaci cioè di mettere a disposizione degli investitori informazioni finanziarie strutturate, massimizzando a questo fine le utilità rivenienti proprio dall'utilizzo delle tecnologie digitali.

Un tale modo di relazionarsi può più efficacemente abbattere barriere di diffidenza, inculcare migliori consapevolezze nei risparmiatori al dettaglio e stimolarne un più attiva partecipazione al processo d'investimento; finendo, in ultima istanza, per rafforzare la fiducia dei cittadini sul corretto funzionamento dei mercati e in chi in essi professionalmente opera.

Ma utilità tangibili possono trarsi anche per quanto riguarda il potenziamento e la valorizzazione del processo di valutazione di adeguatezza e appropriatezza degli investimenti, le regole di *governance* dei prodotti, l'informativa precontrattuale, così da incrementarne il livello di trasparenza secondo i nuovi standard imposti proprio dall'innovazione.

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

Né vanno sottovalutati, infine, i benefici che le nuove tecnologie possono arrecare proprio a fini conformativi dei comportamenti e della regolamentazione dei mercati, che è l'argomento su cui si incentra il nostro convegno di quest'oggi.

Penso all'utilizzo, in ambito *Adr*, di strumenti di *AI* a fini di vaglio istruttorio ma anche quale supporto predittivo per la fase decisoria, ancorché presidiata da agenti umani.

Se ne avvantaggerebbe – io ritengo e concludo – l’intero sistema, anzitutto in termini di maggiore efficienza operativa; esso arrecherebbe, infine, migliori certezze applicative del quadro normativo di settore di cui beneficerebbero gli operatori professionali di mercato e gli investitori *retail*, rendendo in ultima istanza più competitivi e attrattivi i mercati finanziari, sia in ottica nazionale che europea.