



Dipartimento di Economia e Finanza

Cattedra di Diritto Dei Mercati e Degli Intermediari Finanziari

**ROBO ADVISORY, LA DISCIPLINA FRAMMENTATA DI UN
SERVIZIO ANCORA IN FIERI**

RELATORE

Prof.ssa Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Federico Semorile

Matr. 680361

CORRELATORE

Prof.ssa Paola Lucantoni

ANNO 2017/2018

INDICE

INTRODUZIONE

..... pag.1

CAPITOLO PRIMO

L'EVOLUZIONE NORMATIVA DELLA CONSULENZA FINANZIARIA

..... pag.4

1.1	La tutela del risparmio nell'ordinamento nazionale ed europeo.....	4
1.1.1	La Costituzione Economica	4
1.1.2	Gli Articoli 41 e 47 della Costituzione	5
1.1.3	La tutela del risparmio nell'Unione Europea.....	6
1.2	La consulenza finanziaria prima di MIFID.....	8
1.2.1	La legge Sim del '91, la consulenza è annoverata per la prima volta tra i servizi d'investimento	8
1.2.2	Il declassamento a servizio accessorio.....	111
1.3	La direttiva Mifid, verso un nuovo contesto normativo	144
1.3.1	Mercati e requisiti	166
1.3.2	Classificazione della clientela ed obblighi degli intermediari	188
1.3.3	La Consulenza Finanziaria in Mifid	20
1.3.4	La Mifid in Italia.....	22
1.4	Mifid II, novità e conferme della normativa vigente	23
1.5	La consulenza finanziaria in Mifid II	25
1.5.1	Soggetti	26
1.5.2	L'albo unico	27
1.5.3	La profilatura del cliente.....	29
1.5.4	Obblighi informativi	30
1.5.5	Consulenza su base indipendente	31
1.5.6	La disciplina degli incentivi.....	32

CAPITOLO SECONDO

APPLICAZIONE DELLA TECNOLOGIA ALLA FINANZA

..... pag.35

2.1	La rivoluzione Fintech (Financial Technology)	355
2.1.1	Aree di maggiore concentrazione delle <i>Fintech</i>	399
2.1.2	Investimenti <i>FinTech</i> realizzati in Italia	433
2.2	La nascita della consulenza automatizzata	455

2.2.1 Definizione ed evoluzione dei <i>Robo Advisor</i>	488
2.3 Funzionamento.....	511
2.3.1 Profilazione del cliente	511
2.3.2 Costruzione dei portafogli di investimento.....	533
2.3.3 <i>Asset allocation</i> e ribilanciamento automatico	555
2.4 Modelli: D2c, B2b, hybrid advisory	566
2.5 La Regolamentazione	577

CAPITOLO TERZO

LO SCARSO SVILUPPO DELLA ROBO ADVISORY IN ITALIA

.....	pag. 61
3.1 Il principale ostacolo: <i>la financial literacy</i>	611
3.1.1 I dati e le statistiche Internazionali	622
3.1.2 Le abitudini di investimento degli italiani	644
3.1.3 Partecipazione ai mercati e domanda di consulenza.....	70
3.1.4 Robo advisor, questo sconosciuto.....	744
3.2 La tecnologia e l'attitudine al cambiamento.....	766

CAPITOLO QUARTO

LE SFIDE, REGOLAMENTARI E NON, DEL SERVIZIO DI ROBO ADVISORY

.....	pag. 79
4.1 Un set di regole ad hoc: possibilità o necessità?.....	79
4.1.1 Le criticità del questionario e dell'offerta.....	81
4.1.2 Una consulenza standard o generica	83
4.1.3 I potenziali interventi	85
4.2 Le prossime sfide della robo advice	88
4.2.1 L'importanza del Brand e l'engagement	911

CONCLUSIONI

.....	pag.94
-------	--------

BIBLIOGRAFIA

.....	pag.97
-------	--------

INTRODUZIONE

Negli ultimi vent'anni il settore finanziario ha subito profonde trasformazioni dovute principalmente alla rivoluzione tecnologica, in particolare all'introduzione di tecnologie, che, applicate al mondo della finanza, hanno permesso di migliorare ed efficientare quasi tutti i servizi del settore. Viene coniato il termine "*FinTech*" per definire tale processo di trasformazione, che vede non solo l'adozione e applicazione di nuove tecnologie nel mondo della finanza ma anche l'introduzione di nuovi player nel settore. Tali aziende *Fintech* si pongono sin dagli albori come principali concorrenti delle grandi istituzioni finanziarie tradizionali, essendo capaci di erogare servizi, esistenti e nuovi, in modo più veloce e meno costoso. Queste principali caratteristiche spiegano il successo riscosso da tale movimento, che nel tempo ha pervaso l'intero sistema.

Tale fenomeno, oltre ad aver avuto un impatto dirimpente sull'intero mondo della finanza, è divenuto in poco tempo una delle maggiori preoccupazioni dei legislatori nazionali ed internazionali. Se da un lato la tecnologia è in grado di apportare numerosi benefici in termini di efficienza ed efficacia, dall'altra i rischi legati al suo utilizzo non sembrano essere di minore portata. In tale contesto l'obiettivo delle autorità è quello di creare una regolamentazione in grado di sfruttare i vantaggi derivanti dalle novità presentate sul mercato e allo stesso limitare o impedire che queste possano dispiegare i loro effetti negativi sui fruitori di tali servizi. La necessità di regole è poi direttamente proporzionale alla rilevanza e alla numerosità dei potenziali rischi arrecati dai nuovi entranti, dal momento che la giurisprudenza nella sua versione tradizionale non è in grado di tenere in considerazione lo sviluppo tecnologico con le relative conseguenze.

Tra i settori maggiormente colpiti dall'avvento delle *Fintech*, risulta esserci quello del *wealth management*, ossia l'industria della consulenza finanziaria che vede nella cd. *robo advisory*, o consulenza finanziaria automatizzata, la principale espressione del fenomeno *fintech* e la maggiore preoccupazione dei player attuali. La *robo advisory*, oggetto del presente elaborato, presenta infatti numerosi vantaggi, al pari delle altre *Fintech*, in termini di costi, semplicità, velocità e presenza geografica che le permettono di competere facilmente con i cd. *incumbents*.

Secondo Investopedia¹ i *robo advisor* possono definirsi come "*piattaforme digitali che forniscono servizi di pianificazione finanziaria automatizzati e guidati da algoritmi con poca o nessuna supervisione umana. Un tipico robo-advisor raccoglie informazioni dai clienti sulla loro situazione*

¹Investopedia, Robo-Advisor (Robo-Adviser) 2017, in [http:// www.investopedia.com/terms/r/roboadvisor-roboadviser.asp](http://www.investopedia.com/terms/r/roboadvisor-roboadviser.asp), trad. personale, citato in Phoon K., Koh F., 2018, *op. cit.*, p. 80.

finanziaria e sugli obiettivi futuri attraverso un sondaggio online, quindi utilizza i dati per offrire consulenza e/o investire automaticamente le risorse dei clienti". In linea con tale definizione, si analizzeranno solo i *robo advisor* caratterizzati da una presenza umana assente o minima², poiché si ritiene che questi abbiano dei caratteri propri in quasi totale contrapposizione a quelli del consulente finanziario tradizionale.

Obiettivo del presente lavoro sarà quello di analizzare le condizioni necessarie affinché ci sia un ambiente adatto a favorire lo sviluppo di un fenomeno del genere. In particolare si ricercheranno i motivi per cui la *robo advisory* in Italia sembra crescere meno che negli altri paesi europei e si osserveranno le criticità a cui tale servizio è esposto. Si esaminerà come il legislatore nazionale ed europeo da una parte ed i consulenti finanziari automatizzati dall'altra siano chiamati a superare tali criticità per far sì che tale servizio, di derivazione *fintech*, possa sprigionare a pieno i propri effetti positivi, rendendo l'industria della consulenza più competitiva ed accessibile a tutti. L'elaborato è suddiviso in quattro capitoli:

Il primo capitolo fornisce un *excursus* storico-giuridico sull'evoluzione del servizio di consulenza finanziaria dagli anni Novanta ad oggi. Partendo dal principio sulla tutela del risparmio, si osserva come questo sia stato concepito in modo diverso nell'ordinamento nazionale, tramite l'insieme di articoli della Carta costituzionale, ed in quello comunitario, nell'ambito dei Trattati europei. Si osserva poi come la consulenza, sia stata intesa con il passare del tempo in modi differenti da parte del legislatore nazionale, passando dall'essere considerata un servizio d'investimento a tutti gli effetti, all'essere declassata a mero servizio accessorio, per poi essere annoverata nuovamente tra i servizi d'investimento principali, il cui esercizio è riservato e sottoposto ad autorizzazione per legge.

Nel secondo capitolo si introduce il fenomeno del *Fintech*, analizzandone le prime manifestazioni ed i settori in cui maggiormente tali innovazioni si sono diffuse. Dopo aver fornito al lettore un quadro sull'intera industria, si procede ad analizzare il fenomeno oggetto del presente lavoro, fornendone una definizione ed esaminando i caratteri distintivi delle piattaforme online che erogano tale tipologia di servizio sia dal punto di vista del funzionamento che dell'offerta. La trattazione del secondo capitolo si conclude poi con un approfondimento sulla regolamentazione, ossia su come la Mifid II, normativa di riferimento per il servizio di consulenza, venga applicata ed adattata, tramite le *guidelines* emanate dall'Esma, ai *robo advisor*.

² Non sono oggetto di analisi perciò i cd. Robo4Advisor, ossia strumenti a supporto del consulente umano, dal momento che si ritiene che questi non presentino le caratteristiche distintive del modello puro di robo advisor e quindi neanche i vantaggi ed i rischi propri di tale fattispecie.

Con il terzo capitolo si entra nel vivo della trattazione, qui si ricercano le possibili cause in grado di giustificare la ridotta diffusione delle piattaforme che erogano consulenza online attraverso l'analisi di dati provenienti da statistiche internazionali e forniti annualmente dalla Consob sulle abitudini di investimento degli italiani. Si vedrà come la *financial literacy* appare essere non solo la principale determinante per la domanda di consulenza finanziaria ma anche un presupposto fondamentale e necessario affinché ci si possa spostare verso soluzioni innovative prive di un rapporto umano ed empatico di investimento. Allo stesso tempo anche il rapporto con la tecnologia e la diffusione della stessa saranno considerati *driver* capaci di influenzare le preferenze di ciascun individuo verso una soluzione più o meno innovativa.

In conclusione, nel quarto ed ultimo capitolo vengono analizzate le principali criticità e sfide del servizio, che in parte dovranno essere affrontate dal regolatore ed in parte dai consulenti automatizzati. Per quanto concerne le prime, i regolatori dovranno essere capaci di introdurre regole volte, *in primis*, a tutelare maggiormente gli investitori dai rischi ai quali potrebbero essere esposti a causa di una profilazione molto statica ed un'offerta potenzialmente troppo standardizzata, ma che siano anche in grado di favorire lo sviluppo di nuove tecnologie capaci di mitigare tali rischi attraverso l'analisi di sempre maggiori dati. Infine si vedrà come, per il successo della *robo advice*, sarà fondamentale non solo un innalzamento del livello di *financial literacy* nazionale ma anche che i *robo advisor* si manifestino come un vero e proprio fenomeno *disruptive*, capace di guadagnarsi una modesta quota di mercato, per poi svilupparsi nelle forme più variegate.

CAPITOLO PRIMO

L'EVOLUZIONE NORMATIVA DELLA CONSULENZA FINANZIARIA

1.1 La tutela del risparmio nell'ordinamento nazionale ed europeo

Al fine di fornire al lettore un quadro chiaro e completo sull'evoluzione della disciplina in materia di consulenza finanziaria, si ritiene utile fornire una breve analisi della normativa, nazionale ed europea, relativa al risparmio e alla sua tutela. Tali discipline infatti, sono tuttora alcune delle leve utilizzate dai legislatori europei al fine di perseguire gli obiettivi di protezione e salvaguardia dei risparmiatori e investitori.

1.1.1 La Costituzione Economica

Con il termine Costituzione Economica si fa riferimento a quell'insieme di norme, collocate al termine del titolo III della prima parte della Carta Costituzionale, dedicate ai principi fondamentali dei rapporti economici nel nostro ordinamento. Talvolta con tale espressione alcuni autori³ si riferiscono anche alle relative fonti primarie e secondarie di attuazione, nonché alle diverse interpretazioni avute con il passare del tempo.

Per note cause storiche la Costituzione è caratterizzata da una natura "neutrale", nel senso che può prestarsi ad interpretazioni sia di tipo dirigista sia di tipo liberale essendo nata come soluzione di compromesso tra il liberismo che aveva condotto alla grande depressione del '29 e il collettivismo di tipo sovietico⁴. Il carattere neutrale, compromissorio, a tratti contraddittorio, di un sistema economico così delineato, hanno portato con il passare degli anni ad una concezione di economia prevalentemente di tipo sociale, caratterizzata da costanti interventi da parte dello Stato, entro i limiti costituzionali, ad una fortemente orientata al mercato, dove lo Stato diviene semplice regolatore⁵. Tale mutamento ha subito una forte accelerazione a seguito dell'adesione del nostro Paese al libero mercato con il trattato di Maastricht prima e da trattato UE poi.

³ AA.VV., *La nuova costituzione economica*, a cura di S. Cassese, Roma-Bari, 2012.

⁴ Cfr. F. Zatti, *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in AA.VV. *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010.

⁵ Cfr. G. Bognetti, *Il modello economico della democrazia sociale e la Costituzione della Repubblica*, in *Verso una nuova Costituzione (a cura del gruppo di Milano)*, Milano, 1983; G. Amato, *Il mercato nella Costituzione*, in *Quaderni cost.*, 1992; De Benedetto, *Il principio di concorrenza nell'ordinamento italiano*, su <http://rivista.ssef.it/site.php?page=2004112912-0739175&edition=2010-02-01>.

1.1.2 Gli Articoli 41 e 47 della Costituzione

Gli articoli 41 e 47 della Costituzione rappresentano il fulcro della disciplina nazionale in materia di diritto dei mercati finanziari. Anche in tali articoli è possibile intravedere il carattere sociale e liberale della Costituzione.

L'art. 41⁶ sancisce la libertà dell'iniziativa economica privata, affidando allo stesso tempo, nel terzo comma, il compito di indirizzo e coordinamento dell'attività economica alla legge. Proprio in quest'ultimo comma è stato letto quell'interventismo tipico di un'economia sociale⁷, poi reinterpretato in seguito come forma di utilità sociale nel senso di volontà costituzionale di garantire il corretto funzionamento del mercato, attraverso la tutela della concorrenza⁸. Da tempo poi si è passati ad una concezione di iniziativa economica privata considerata non solo nella classica accezione imprenditoriale ma anche in chiave moderna di investitore ed azionista, che persegue una remunerazione a fronte del rischio assunto. Inoltre la libertà di iniziativa economica mette in risalto anche l'importanza e la centralità del mercato all'interno del nostro ordinamento economico, inteso dal lato dell'offerta come l'insieme delle iniziative economiche individuali e dal lato della domanda l'insieme di tutti gli individui che in qualità di consumatori intendono soddisfare un proprio bisogno. In breve l'art. 41 riconosce l'efficienza del mercato come valore costituzionale, dal momento che il suo corretto funzionamento risponde sia ad un interesse pubblico che di tutela del singolo consumatore ed investitore⁹.

L'art. 47 fa espressamente riferimento al risparmio, proclamandolo valore oltre che da tutelare anche da incoraggiare in tutte le sue forme¹⁰. Anche qui è possibile rinvenire la forte connotazione sociale laddove, al comma 2, si pone l'accento su una categoria di risparmio, quello popolare, al fine di mettere in risalto la volontà dei Costituenti di proteggere quei soggetti più deboli e quindi meritevoli di maggiore tutela.

Con il passare del tempo anche l'interpretazione di tale articolo ha subito dei mutamenti. All'indomani del secondo conflitto mondiale l'economia nazionale era incentrata su un sistema bancario-creditizio ed il risparmio era stato concepito dai padri Costituenti come valore da tutelare al fine di salvaguardare e proteggere il potere d'acquisto della moneta da spinte inflazionistiche che

⁶ L'art. 41 Cost. recita: "1 L'iniziativa economica privata è libera. 2 Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. 3 La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali."

⁷ Cfr. G. Amato, Il mercato nella Costituzione, in *Quaderni costituzionali*, 1992, n. 1, p. 12

⁸ G. Amato, L'informazione finanziaria price-sensitive, Firenze University Press, Firenze, 2013, p. 21.

⁹ G. Amato, *Ibidem*

¹⁰ L'art. 47 Cost. recita: "1 La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. 2 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."

potevano eroderne il valore. Ad oggi tale interpretazione, secondo la dottrina, andrebbe rivista a seguito dell'evoluzione economica, finanziaria ed istituzionale avvenuta negli ultimi decenni, che ha portato non solo all'unione monetaria, con tutte le ripercussioni ad essa connessa relativi a politica monetaria e sistema bancario, ma anche alla grande espansione ed integrazione dei mercati europei. Dunque oggetto di tutela non sarebbe più il risparmio inteso come mera parte di reddito non consumata ma bensì “quello che grazie all'esistenza e al corretto funzionamento del mercato si risolve in un investimento finanziario. Nella rinnovata convinzione che promuovendo e tutelando quest'ultimo e le aspettative di redditività dell'investitore, oltre che l'interesse individuale, si soddisfi anche un interesse collettivo alla ottimale ed equilibrata distribuzione delle risorse e all'efficienza dell'intero sistema economico”.¹¹

1.1.3 La tutela del risparmio nell'Unione Europea

In Europa vige il c.d. “principio di attribuzione”, che, secondo l'art. 5 del *Trattato sull'Unione Europea* (T.U.E.), consente al legislatore europeo di poter intervenire solo su materie previste dai trattati, ovvero materie che siano strettamente legate agli obiettivi perseguiti dall'Unione. Tuttavia, la cosiddetta “clausola di flessibilità”, presente nel T.F.U.E., va ad attenuare la rigidità di tale principio, stabilendo che “se un'azione dell'Unione appare necessaria, nel quadro delle politiche definite dai trattati, per realizzare uno degli obiettivi di cui ai trattati senza che questi ultimi abbiano previsto i poteri di azione richiesti a tal fine, il Consiglio, deliberando all'unanimità su proposta della Commissione e previa approvazione del Parlamento europeo, adotta le disposizioni appropriate”¹².

Così come all'interno della disciplina nazionale non si fa esplicito riferimento al mercato, a livello comunitario la tutela del risparmio non viene trattata direttamente se non facendo riferimento alla tutela degli investitori o all'efficienza dei mercati. Il legislatore europeo si è quindi trovato ripetutamente nella condizione di dover trovare un fondamento giuridico nell'emanare normative che disciplinassero i mercati finanziari, vista l'impossibilità di disciplinare materie che non fossero strettamente legate al conseguimento degli obiettivi dell'Unione Europea, indicati all'art. 2 e 4 del Trattato di Lisbona.

Dalla lettura dei *consideranda* delle normative comunitarie emerge l'insieme di principi richiamati dal legislatore europeo per disciplinare i mercati finanziari. Analizzando le direttive e i regolamenti che hanno, anche seppur in modo parziale, la tutela del risparmio, come ad esempio la direttiva

¹¹ Così F. Guizzi, *La tutela del risparmio nella Costituzione*, «Il Filangieri», 2-4, 2005, pp. 171 sgg.

¹² Cfr. art. 352 c.1 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (T.F.U.E.)

2003/6/CE¹³ (la c.d. Market Abuse Directive, che disciplina abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato.), la 2003/71/CE¹⁴ (relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari) ed ancora la 2004/39/CE¹⁵ (Markets in Financial Instruments Directive, c.d. Mifid I, che disciplina i mercati finanziari), il legislatore europeo sembra far spesso riferimento alla libertà di stabilimento¹⁶ e a quelli sulla libera circolazione dei capitali¹⁷.

Tali sono i principi attraverso cui il legislatore intende garantire una maggiore tutela dei risparmiatori e del risparmio in generale in quanto un mercato libero, efficiente e stabile è in grado di trasmettere fiducia agli investitori, che saranno disposti a investire i propri risparmi. Il risparmio non deve essere inteso come disponibilità monetarie conservate per evenienze future ma piuttosto come uno strumento per accrescere l'utilità personale, attraverso l'investimento che genera un rendimento, e quella sociale, favorendo lo sviluppo della società¹⁸. In tale contesto l'obiettivo del legislatore è duplice, da una parte intende garantire il corretto funzionamento, la trasparenza e la competitività dei mercati in modo tale che si possa instaurare quella fiducia nei risparmiatori, dall'altra tutelare quest'ultimi per la loro posizione di debolezza nei confronti del mercato e dei suoi operatori.

Infine è opportuno ricordare che con l'entrata in vigore del Trattato di Lisbona nel gennaio 2009 (e siglato nel 2007), in base all'art. 6 del T.U.E., la Carta dei Diritti Fondamentali dell'UE (CEDU) ha assunto il medesimo valore giuridico dei trattati. La CEDU non prevede un accrescimento delle competenze rispetto ai Trattati¹⁹, lasciando inalterate le basi giuridiche a disposizione del legislatore. Tuttavia quest'ultimo può far leva su alcuni principi che, almeno incidentalmente, fanno riferimento alla tutela del risparmio. In particolare l'art.38²⁰, sulla tutela dei consumatori, che garantisce un alto livello di protezione non solo al consumatore in quanto tale ma anche al piccolo investitore.

¹³ Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003.

¹⁴ Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003.

¹⁵ Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004.

¹⁶ Art. 5 T.F.U.E.

¹⁷ Artt. 26, 56 e 63 del T.F.U.E.

¹⁸ S. Rossi, *La tutela del risparmio nell'Unione bancaria - Banca d'Italia*, 2016, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2016/Rossi_05052016.pdf

¹⁹ In base all'art. 51 c.2 la CEDU "non estende l'ambito di applicazione del diritto dell'Unione al di là delle competenze dell'Unione, né introduce competenze nuove o compiti nuovi per l'Unione, né modifica le competenze e i compiti definiti nei trattati"

²⁰ L'Art. 38 CEDU recita "Nelle politiche dell'Unione è garantito un livello elevato di protezione dei consumatori".

1.2 La consulenza finanziaria prima di MIFID

La disciplina sulla consulenza finanziaria ha subito, negli anni, profondi cambiamenti interpretativi. La normativa in oggetto trova le proprie origini nella c.d. legge Sim²¹ del '91, dove per la prima volta l'esercizio di tale servizio veniva riservato solo ad alcuni soggetti tra cui, appunto, le Sim ed altri intermediari creditizi previa autorizzazione della Banca d'Italia. Tuttavia già nel '96 con il Decreto Eurosim²² il servizio di consulenza in materia di strumenti finanziari viene declassato a servizio accessorio, liberalizzando di fatto dall'insieme di attività riservate esclusivamente alle Sim. Tale impostazione è stata poi confermata con l'entrata in vigore del Testo unico della finanza²³ (Tuf), dove la consulenza finanziaria diviene un'attività libera esercitabile da persone fisiche o giuridiche al di fuori del controllo delle autorità di vigilanza (Consob e Banca d'Italia).

Infine nel 2007 con il recepimento della Mifid I, in recepimento della Direttiva Europea 2004/39/CE sui mercati degli strumenti finanziari, la "consulenza in materia di investimenti" subisce un ultimo cambiamento interpretativo, tornando servizio di investimento e quindi ad essere attività soggetta a riserva e autorizzazione. La definizione di consulenza finanziaria presente in Mifid I continua ad essere quella attualmente in vigore, in base all'art.4 c.1 par.4 essa consiste nella "prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari".

Nel presente paragrafo ci occuperemo di analizzare nel dettaglio l'evoluzione normativa della consulenza, ripercorrendo cambiamenti appena descritti.

1.2.1 La legge Sim del '91, la consulenza è annoverata per la prima volta tra i servizi d'investimento

In data 4 gennaio 1991 fu promulgata la c.d. legge Sim, che per la prima volta conteneva disciplinava in maniera compiuta l'attività di intermediazione mobiliare. Di particolare rilevanza per il presente lavoro è l'esclusiva importanza attribuita al servizio di consulenza in materia di valori mobiliari. Tuttavia al fine di capire in modo più organico quali siano state le cause e le ragioni che hanno portato a tali cambiamenti è necessario comprendere il contesto normativo di quell'epoca.

²¹ Legge n.1 del gennaio 1991

²² D.lgs 23.7.1996 n. 415 in recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento del settore dei valori mobiliari e della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

²³ D.Lgs n. 58 del 24 febbraio 1998

Innanzitutto è necessario premettere che fino agli anni '80 non c'era una disciplina organica in materia di mercati finanziari, se non limitatamente alla borsa²⁴. Gli attori principali all'interno di questa erano agenti di cambio e banche. I primi, che svolgevano sostanzialmente attività di negoziazione, si caratterizzavano per il carattere fiduciario della relazione²⁵ con la propria clientela che però a quell'epoca non catturò in modo particolare l'interesse della dottrina. A questi si affiancavano le banche che avevano pressoché l'esclusivo monopolio sull'attività di intermediazione finanziaria, in quanto, a quel tempo, non esistevano figure ed istituti tanto grandi da potervi competere²⁶.

In particolare fino agli anni novanta il sistema bancario nazionale era disciplinato dalla legge del 1936, la quale aveva introdotto:

- Il principio di specializzazione del credito, che distingueva le banche sulla base della durata delle loro operazioni: aziende di credito ordinario operanti nel breve ed istituti di credito speciale operanti nel medio lungo periodo.
- Il principio di separatezza banca industria, che imponeva limiti di partecipazione nel capitale delle banche alle imprese industriali e viceversa.

Dagli anni '70 in poi alcuni fattori come il sempre più frequente ricorso al pubblico dei risparmiatori, la diffusione di titoli diversi da quelli tipicamente negoziati²⁷, l'esigenza di una maggior tutela degli investitori, dalla quale poi avrà poi origine una disciplina sui servizi d'investimento, ed il progresso tecnologico, che spinse ancor di più la diffusione di servizi extra borsistici e lo sviluppo dei mercati finanziari in termini di ordini e partecipanti, portarono il legislatore all'istituzione di nuove figure giuridiche al fine di creare una disciplina organica sui mercati borsistici ed i servizi ad essi collegati. Tra gli istituti creati dal legislatore rilevano:

- la Consob²⁸ nel 1974,

²⁴ Gran parte della dottrina aveva già osservato come il concetto stesso di mercato finanziario fosse incerto. A riguardo si veda A. NIGRO, *Intermediari finanziari: problemi e prospettive di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1988, I, 489 s., e R. COSTI, *Mercato finanziario e attività bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1989, 321 ss.

²⁵ Sulla relazione fiduciaria si veda, tra i tanti, M. CASANOVA, Voce "Agente di cambio", in *Enc. dir.*, Milano, Giuffrè, 1958, 850 ss. In particolare "un intenso rapporto fiduciario lega il cliente, sovente abituale, al suo agente di cambio; rapporto che si alimenta dall'opinione che egli ha dei requisiti morali ed intellettuali del professionista, al quale si rivolge, come a proprio, fedele ed esperto consigliere ed ausiliario finanziario ed economico. Nell'agente di cambio, il cliente ricerca la guida retta e sapiente per la speculazione oculata e vantaggiosa, fatta al momento giusto, o per l'investimento, saggio ed accorto, dei propri capitali":

²⁶ A riguardo si veda, tra gli altri, L. Barca, G. Manghetti, *L'Italia delle banche*, Roma 1976

²⁷ Sul tema si veda, tra i tanti, B. BIANCHI-R. MARCELLI-V. MEZZACAPO, *Recenti fenomeni di intermediazione finanziaria con emissione di titoli atipici: forme, dimensioni e disciplina*, 1982, in *Riv. soc.*, 1982, 1256 ss. e L. GUGLIELMUCCI-C. MAGNANI-P.M. JOVENITTI, *I certificati di partecipazione. Profili civilistici, tributari, negoziali*, Milano, Giuffrè, 1981.

²⁸ L.216/1974, questa oltre ad istituire la Consob disciplinava anche le società quotate.

- i fondi comuni di investimento mobiliare²⁹ nel 1983,
- le Società di intermediazione mobiliare³⁰ nel 1991,
- le società di investimento a capitale variabile³¹ nel 1992.

Si arriva così alla c.d. Legge Sim o anche “Disciplina dell’attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull’organizzazione dei mercati mobiliari” che introduce diverse novità³², spostando di fatto l’oggetto della regolamentazione dai soggetti alle attività ed ai servizi da questi prestati. Di particolare rilevanza è stata l’introduzione della consulenza finanziaria tra “le attività di intermediazione mobiliare” (art.1 c.1 lett. e)³³, il cui “esercizio professionale [...] è riservato alle società di intermediazione mobiliare” ed altri soggetti quali banche, società fiduciarie e agenti di cambio. Inoltre l’esercizio di tale attività era subordinato ad iscrizione ad apposito albo tenuto dalla Consob per le Sim, mentre previa autorizzazione della Banca d’Italia per gli altri istituti³⁴. Due novità controtendenza rispetto alla disciplina vigente sino a quel momento, sono stati la non specificazione delle tipologie di valori mobiliari scambiati, aprendo di fatto la strada ai mercati non regolamentati, e l’assenza di una finalità di acquisto o vendita della consulenza. Tali novità sono un chiaro segnale di come con la legge del ’91 ci si avvicinava sempre più ad una concezione che andasse oltre la borsa³⁵ e di come l’attività di consulenza stesse prendendo una propria rilevanza. Tuttavia dal testo della legge non è possibile desumere altro ma è necessario ricorrere alla normativa di secondarie ed alle disposizioni della Consob. Di particolare rilevanza è la definizione di consulenza in una delle comunicazioni di quest’ultima³⁶, in cui si precisa che essa “consiste nel fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica e agli obiettivi del cliente stesso” dalla quale si può desumere un carattere di personalizzazione dell’attività rapportata al grado di consistenza patrimoniale ed obiettivi di ciascun

²⁹ L. 77/1983, per l’istituzione dei fondi comuni aperti, mentre L. 344/1993 per i fondi comuni d’investimento chiusi.

³⁰ L.1/1991.

³¹ D.lgs 84/1992.

³² Nello specifico è la prima normativa sistemica in materia di mercati ed intermediari, su questo tema si vedano, tra gli altri, C. CONTI, La legge sulle SIM. Aspetti di disciplina degli intermediari e di regole del mercato, in Riv. soc., 1991, 1423 ss. e G. MINERVINI, SIM e riorganizzazione del mercato mobiliare. Alcuni appunti su una legge difficile, in Corr. giur., 1991, 129 ss.

³³ Tra le altre attività si annoverano: negoziazione di valori mobiliari; collocamento e distribuzione di valori mobiliari; gestioni di patrimoniali aventi ad oggetto valori mobiliari; raccolta di ordini di acquisto e vendita di valori mobiliari; sollecitazione del pubblico risparmio, anche tramite attività di promozione fuori sede.

³⁴ Alle banche veniva inoltre richiesto di mantenere separate le attività di investimento dalle altre attività svolte (raccolta ed esercizio del credito) al fine di evitare il sorgere di potenziali conflitti di interesse, in linea con quanto previsto dalla Costituzione in materia di tutela del risparmio. Per un approfondimento sui conflitti che possono scaturire da tali attività si veda R. Costi, Il finanziamento, la consulenza, il collocamento. I tanti mestieri delle banche, in G. D. Mosco, F. Vella (a cura di), Imprese e investitori. Crescita, tutele, interessi. Collana di “Quaderni di giurisprudenza commerciale”, Giuffrè, Milano, 2008, pp. 75 e ss.

³⁵ Si veda ancora A. NIGRO, Intermediari finanziari: problemi e prospettive di disciplina, in Banca, borsa, tit. cred., 1988, I, 489 s., e R. COSTI, Mercato finanziario e attività bancaria, in Banca, borsa, tit. cred., 1989, 321 ss.

³⁶ Comunicazione n. SGE/RM/91006781 del 29 novembre 1991.

cliente. Nonostante tale carattere, desunto dall'adeguatezza della prestazione, nulla viene specificato circa la portata della stessa³⁷.

Un'altra novità della legge Sim è stata l'introduzione della figura del promotore dei servizi finanziari³⁸. Anche la materia dell'offerta fuori sede viene inquadrata per la prima volta con tale legge. Il promotore finanziario viene definito come “la persona fisica che in qualità di dipendente agente o mandatario offre esclusivamente per conto o nell'interesse di una sola Sim, i servizi della stessa in un luogo diverso dalla propria sede sociale o dalle proprie sedi secondarie”³⁹. I promotori erano inoltre impossibilitati a svolgere ogni tipo di consulenza “porta a porta”⁴⁰, ossia per conto dell'intermediario o per conto proprio, fuori sede.

1.2.2 Il declassamento a servizio accessorio

Con la Investment Services Directive (ISD), varata dal Consiglio Europeo nel 1993, si puntava a realizzare il mercato interno Europeo nel settore delle imprese di investimento per mezzo dell'armonizzazione dei requisiti di autorizzazione e di esercizio delle imprese di investimento, delle norme comportamentali delle stesse e di determinati requisiti in merito alla gestione dei mercati regolamentati. In particolare viene introdotto il principio del mutuo riconoscimento applicato a livello comunitario sia ai mercati regolamentati che agli intermediari.

Le norme di comportamento dettate dalla ISD agli Stati membri erano volte all'adozione di alcuni requisiti da parte delle imprese di investimento:

- “agire, nell'esercizio della sua attività, in modo leale ed equo, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato;
- agire con la competenza, l'impegno e la diligenza necessari, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato;
- disporre delle risorse e delle procedure necessarie per portare a buon fine le sue attività, e ad utilizzarle in modo efficace;
- informarsi sulla situazione finanziaria dei suoi clienti, sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi per quanto concerne i servizi richiesti;

³⁷ Specifiche previsioni circa l'adeguatezza saranno introdotte solo con la normativa Mifid.

³⁸ Cfr. art. 3 del regolamento CONSOB del 10 luglio 1985, n. 1739. I soggetti abilitati all'esercizio dell'attività di sollecitazione del pubblico risparmio erano stati fino a quel momento “le persone fisiche iscritte nel ruolo di agenti e rappresentanti di commercio (...), ovvero all'albo nazionale degli agenti di assicurazione, ovvero in possesso dei requisiti richiesti per i dirigenti e dei sindaci dei fondi di investimento mobiliari”.

³⁹ Art. 5 commi 1, 3 e 5 *Ibidem*.

⁴⁰ Cfr. art. 5 comma 3, L. 1/1991.

- trasmettere adeguatamente le informazioni utili nell'ambito dei negoziati con i suoi clienti;
- sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, a provvedere a che i suoi clienti siano trattati in modo equo;
- conformarsi a tutte le normative applicabili all'esercizio delle sue attività in modo da promuovere per quanto possibile gli interessi dei suoi clienti e l'integrità del mercato”⁴¹.

La ISD ed il suo recepimento, tramite d.lgs. del 27 Luglio 1996 conosciuto anche come Decreto Eurosim⁴², apportarono significativi cambiamenti rispetto alla previgente legge Sim. Ciò nonostante per capire in modo più profondo le modifiche che tale direttiva stava apportando bisogna aspettare le successive comunicazioni e Regolamenti della Consob⁴³ ed il completo recepimento di queste e della direttiva ISD, in materia di intermediari e mercati, nel Testo Unico della Finanza (T.U.F.)⁴⁴ che abrogava la precedente legge Sim del '91.

Tra le tante novità di particolare rilevanza ai nostri fini, fu il declassamento della consulenza a “servizio accessorio”, con il nome di “consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari”. Tale esclusione dai “servizi di investimento”⁴⁵ liberalizzava l’esercizio di tale servizio dalle specifiche riserve, rendendolo esercitabile da chiunque, persona fisica o giuridica, senza specifiche restrizioni o autorizzazioni.

A riguardo la ISD mirava a raggiungere un regime di armonizzazione minima tra gli Stati membri lasciando liberi i legislatori di ciascun paese di scegliere misure più restrittive per l’esercizio del servizio. Il legislatore nazionale decise di non richiedere una specifica autorizzazione. In questo modo la consulenza sembrava aver perso importanza, visto anche che la scomparsa delle pesanti sanzioni penali presenti precedentemente nel caso di esercizio abusivo e vista l’assenza di una definizione che ne chiarisse il contenuto. Una tale situazione creava diversi problemi, ossia cosa bisognava intendere per consulenza, chi poteva esercitarla ed in che modo. Il primo ordine di problema era dovuta alla distinzione già nota al tempo⁴⁶ tra consulenza ex-riservata (oggettiva o autonoma) e quella c.d.

⁴¹ Cfr. art. 11 c. 1 direttiva 1993/22/CE.

⁴² Che di fatto sostituiva la legge Sim del '91 introducendo diverse novità, a riguardo si veda G. FERRARINI, L’attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento: temi e problemi, in Riv. soc., 1995, 623 ss.

⁴³ Regolamento Consob approvato con delibera del 27 dicembre 1996, n. 10418368 (Regolamento 10418) e Regolamento Consob approvato con delibera dell’8 aprile 1997 n. 10629 (Regolamento Promotori 10629).

⁴⁴ D.Lgs n. 58 del 24 febbraio 1998 (c.d. T.U.F. o Legge Draghi), Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52.

⁴⁵ Nuova terminologia utilizzata dal legislatore europeo; cfr. art.1 ISD, che riporta alla sezione A dell’allegato, nel quale erano elencati i servizi di investimento. Rispetto alla legge del '91 oltre alla consulenza non era più presente la sollecitazione a domicilio.

⁴⁶ Su tutti, si veda L. Zitiello, Lo sviluppatore bancario, in *Distribuzione integrata di prodotti bancari, finanziari e assicurativi: soggetti, competenze, responsabilità*, ITA, Atti di Convegno, Milano, 6-7-8 maggio 2002.

strumentale (o incidentale). La prima secondo la normativa previgente era finalizzata al rilascio di consigli utili ed adeguati in materia di investimenti e si caratterizzava per l'onnicomprendività⁴⁷ mentre la seconda doveva essere distinta da questa in quanto connaturata all'esercizio del servizio di investimento, il quale ne assorbiva anche la disciplina. Per quanto riguarda l'ultimo problema, nonostante l'esercizio del servizio fosse diventato sostanzialmente più libero, si era venuta a creare una disparità di trattamento tra intermediari ed i soggetti diversi da quelli abilitati. Infatti il legislatore decise applicare agli intermediari le norme comportamentali richieste già per i servizi d'investimento⁴⁸, sottoponendoli quindi a vigilanza di Banca d'Italia e Consob, mentre ai consulenti finanziari diversi dai soggetti abilitati venivano applicate le sole norme del diritto comune ed in particolare di "usare diligenza e la professionalità richieste dalla natura della prestazione dovuta"⁴⁹. Tale differenza venne successivamente motivata dalla Consob per la "superiore capacità (degli intermediari abilitati) di attrazione del pubblico di cui questi godono in ragione del proprio status di operatori vigilati in regime di riserva di attività"⁵⁰. Sempre con riferimento a questi ultimi, tali soggetti dovevano avvalersi per l'esercizio dei principali servizi d'investimento di promotori finanziari, definiti come "persona fisica che, in qualità di dipendente, agente o mandatario, esercita professionalmente l'offerta fuori sede, [...] esclusivamente nell'interesse di un solo soggetto"⁵¹. I promotori se da un lato erano più liberi di svolgere l'attività di consulenza dall'altro erano ancora vincolati dalle disposizioni dell'art.23 del Decreto Eurosim, ossia il monomandato e la responsabilità solidale. Tuttavia per la prima volta era stato introdotto il concetto di "offerta fuori sede" a discapito della nozione di offerta "porta a porta" precedentemente in essere. Tale definizione prevedeva "la promozione e il collocamento:

- di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento;
- di servizi di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio"⁵².

Inoltre la Consob stabiliva che al promotore non era permesso ricevere, seppur in qualità di consulente, qualsiasi tipo di compenso direttamente da parte del cliente. Al contrario era l'intermediario, che dopo aver ricevuto il corrispettivo per la prestazione del servizio, a dover

⁴⁷ La definizione di consulenza diede origine anche ad un altro tipo di problema all'epoca relativo alla potenziale confusione con il servizio di investimento della gestione con preventivo assenso. A riguardo L. Zitiello, Decreto Eurosim: la disciplina degli intermediari e delle attività, in Società, 1996, 1015.

⁴⁸ Avvalendosi della facoltà lasciata dalla ISD di estendere anche ai servizi accessori le norme di comportamento previste per i servizi d'investimento.

⁴⁹ Si veda, ad esempio, la comunicazione n. DI/18568 dell'8 marzo 2000.

⁵⁰ Comunicazione Consob 14 maggio 1999, n. 99038880

⁵¹ Cfr. Art. 23 c. 2 D.Lgs. n. 415 del 23 luglio 1996 (art. 31 c. 2 previgente T.U.F.).

⁵² Cfr. Art. 22 c. 1 *Ibidem* (art 30 c. 1 previgente T.U.F.)

riconoscere, tramite il c.d. meccanismo della retrocessione, un compenso al promotore. Ciò era invece permesso nel caso di consulente o promotore scollegato da qualsiasi soggetto abilitato.

Infine un'altra novità importante apportata in procinto del nuovo millennio fu la distinzione delle categorie di clientela, introdotta con regolamento sugli intermediari della Consob⁵³, attuativo del TUF. Nello specifico si distinguevano i clienti al dettaglio dagli operatori qualificati. Ai primi era garantita una maggior tutela rispetto ai secondi in termini di adeguatezza del servizio offerto rapportato alla patrimonializzazione e alle conoscenze di ciascun cliente. Invece agli operatori qualificati, individuati dalla Consob in “ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante”⁵⁴, era garantita la sola correttezza, diligenza e trasparenza da parte degli intermediari⁵⁵.

In sintesi si è visto finora come l'evoluzione della normativa in materia di consulenza sia stata caratterizzata da due diverse fasi: una prima, dove la continua evoluzione dei mercati finanziari, l'aumento della complessità dei prodotti finanziari in circolazione e la presenza di intermediari polifunzionali in grado di offrire una pluralità di servizi alla clientela, aveva originato un bisogno di maggior tutela degli investitori a cui il legislatore rispose con la legge sulle Sim del '91. La seconda fase invece, si caratterizzava per un peggioramento della condizione dell'investitore a seguito del declassamento della consulenza a servizio accessorio avvenuto con l'emanazione della ISD ed il suo recepimento. Tale contesto aveva portato ad una situazione in cui, per il cliente-investitore, era difficile distinguere l'esatta natura del servizio offerto⁵⁶ e la qualità di chi lo prestava⁵⁷.

1.3 La direttiva Mifid, verso un nuovo contesto normativo

A cinque anni di distanza dall'emanazione della ISD, la disciplina in materia di servizi di investimento tornava già ad essere oggetto di rivisitazione con il Piano d'Azione dei Servizi Finanziari⁵⁸ (Financial Services Action Plan - FSAP) ad opera della Commissione Europea. Il piano

⁵³ Regolamento Consob n. 11522, 1 luglio 1998.

⁵⁴ Cfr. art. 31 c.2 *Regolamento Consob n. 11522*.

⁵⁵ Cfr. Art.31 c.1 *Ibidem*

⁵⁶ Era difficile distinguere la consulenza dal mero collocamento, a causa della carenza regolamentare circa il contenuto della consulenza. A riguardo si veda L. INCORVATI-E. MARCHESINI, Venditore o consulente? In palio c'è il guadagno, in *Il sole 24 ore*, 12 dicembre 1998.

⁵⁷ Infatti all'epoca le reti distributive aumentarono esponenzialmente non essendoci più una riserva di legge su chi poteva prestare il servizio.

⁵⁸ COMMISSIONE EUROPEA, Attuazione del quadro d'azione per i servizi finanziari: Piano d'azione, COM(1999) 232, Bruxelles, 11 maggio 1999, disponibile sul sito www.europa.eu.

prevedeva il perseguimento di alcuni obiettivi strategici, volti a garantire la creazione e lo sviluppo di un terreno di gioco competitivo (c.d. *level playing field*) nel settore finanziario europeo, quali:

- l'integrazione dei mercati finanziari all'ingrosso;
- l'apertura e la sicurezza dei mercati e dei servizi finanziari al dettaglio;
- l'armonizzazione e il rafforzamento delle regole di vigilanza.

Il Consiglio Europeo stabiliva che per il perseguimento di tali obiettivi fossero necessari 42 provvedimenti⁵⁹ sui differenti settori dell'intermediazione (mobiliare, bancario, assicurativo ecc.). A tale disposizione seguì l'istituzione di un comitato di saggi sulla regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari europei a cui fu affidato il compito di indagare lo stato di sviluppo ed integrazione dei mercati all'interno della comunità europea. Il rapporto finale redatto da tale comitato oltre ad evidenziare alcune carenze a livello di regolamentazione dei mercati europei, introdusse un approccio innovativo alla regolamentazione europea che prende il nome di "procedura Lamfalussy"⁶⁰. Tale procedura prevedeva 4 differenti tipologie di misure:

- misure di primo livello, che definiscono direttive concernenti regolamentazione di principio, adottate con le solite modalità delle istituzioni comunitarie;
- misure di secondo livello, che dettagliano ed attuano le misure di primo livello;
- misure di terzo livello, che si sostanziano in *guidance, standards, e guidelines* finalizzati al recepimento delle misure di primo e secondo livello⁶¹;
- misure di quarto livello, costituite dall'attuazione delle misure precedenti previa valutazione di conformità con le stesse.

Tra i 42 provvedimenti del FSAP, la direttiva Mifid (Market in Financial Instruments Directive) andava a sostituire la ISD. Tale direttiva fu emanata in base al modello Lamfalussy: la direttiva 2004/39/CE conteneva le misure di primo livello, la direttiva 2006/73/CE quelle di secondo mentre le misure di terzo livello erano attuate dal CESR.

A differenza della normativa previgente che mirava ad un livello di armonizzazione minimo in termini di regolamentazione dei mercati e delle imprese di investimento, la Mifid persegue un obiettivo di armonizzazione assai più ampio "per poter offrire agli investitori un livello elevato di

⁵⁹ Provvedimenti tra direttive, regolamenti e raccomandazioni da emanare entro il 2005.

⁶⁰ Il nome deriva da Alexandre Lamfalussy che presiedeva il Comitato. LAMFALUSSY et al., Final Report, cit. (nt. 483), passim. Sul tema si vedano C. COMPORTI, L'integrazione dei mercati finanziari europei e la c.d. procedura Lamfalussy, in Dir. banc. merc. fin., 2004, 269 ss. e A.M. CAROZZI, Il metodo Lamfalussy: regole e vigilanza del mercato finanziario europeo (opportunità, limiti, nuove soluzioni), Roma, Bancaria, 2007;

⁶¹ Della predisposizione di tali misure era incaricato il CESR (Committee of European Securities Regulators istituito Commissione europea in data 6 giugno 2001, rispettivamente con decisione n. 527/2001/CE e n. 528/2001/CE.

protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la comunità”, favorendo così la creazione di un mercato europeo unico. Anche per tali ragioni il legislatore europeo riduce al minimo i margini di recepimento della normativa comunitaria nelle normative nazionali. Tramite il c.d. divieto di *gold plating* la Mifid vieta agli Stati Membri l’introduzione di regole aggiuntive⁶², se non nei casi in cui “vi siano rischi specifici per la tutela degli investitori o l’integrità del mercato, compresi quelli relativi alla stabilità del sistema finanziario, non adeguatamente affrontati dalla legislazione comunitaria”⁶³. L’introduzione di obblighi e limiti addizionali avrebbe infatti condotto gli intermediari nazionali ad una posizione concorrenziale sfavorevole rispetto agli altri intermediari europei, senza nessuna garanzia di maggior tutela degli investitori o migliore funzionamento del mercato.

La nuova normativa in esame oltre all’obiettivo di armonizzazione massima aveva l’obiettivo di: garantire maggior tutela e protezione degli investitori; uniformare le regole di condotta nei rapporti tra intermediari e clienti; aumentare efficienza e trasparenza dei mercati; stimolare la concorrenza. Questi spiegano i cambiamenti e le novità introdotte dal legislatore europeo.

1.3.1 Mercati e requisiti

Per quanto concerne l’organizzazione dei mercati, veniva aperta la possibilità di negoziare strumenti finanziari su tre differenti sedi di esecuzione⁶⁴ (c.d. trading venues)⁶⁵:

- mercati regolamentati, ossia i mercati tradizionali;
- sistemi multilaterali di negoziazione (Multilateral trading facilities- MTF)⁶⁶, inclusi tra i servizi e le attività di investimento riservate.
- gli internalizzatori sistematici⁶⁷, ossia mercati alternativi ai primi due gestiti dagli intermediari in contropartita diretta con il cliente (sistema bilaterale).

⁶² Cfr. considerando n.7 Direttiva 2004/39/CE in cui si stabilisce che “gli Stati membri e le autorità competenti non devono aggiungere regole vincolanti supplementari all’atto del recepimento e dell’applicazione delle disposizioni contenute nella presente direttiva, salvo qualora quest’ultima lo preveda espressamente”

⁶³ Cfr. considerando n. 2 *Ibidem*.

⁶⁴ Per un elenco aggiornato delle trading venues autorizzate si veda il sito Internet del CESR (<http://mifiddatabase.cesr.eu/>).

⁶⁵ Il considerando 5 della Mifid recita così: “E’ necessario stabilire un regime organico che disciplini l’esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari, indipendentemente dai metodi di organizzazione utilizzati, in modo da garantire un’elevata qualità dell’esecuzione ... nonché l’integrità e l’efficienza globale del sistema finanziario ... E’ necessario prendere atto dell’emergere, a fianco dei mercati regolamentati, di una nuova generazione di sistemi di negoziazione organizzati, che dovrebbero essere sottoposti ad obblighi per preservare il funzionamento efficiente ed ordinato dei mercati finanziari”

⁶⁶ Cfr. art. 4, comma 15 *Ibidem*, dove vengono definiti come “sistema multilaterale gestito da un’impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l’incontro - al suo interno ed in base a regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti”

⁶⁷ Cfr. art. 4, comma 7 *Ibidem*, dove vengono definiti come “impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione”

Tale apertura faceva decadere così l'obbligo di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati a favore di un'impostazione più orientata alla concorrenza all'efficienza dei mercati⁶⁸. Inoltre erano stati introdotti ulteriori obblighi pre e post-trading su tutte le sedi di esecuzione, anche se con gradualità differenti⁶⁹, per far sì che non ci fossero effetti negativi sul corretto funzionamento dei mercati e sul meccanismo di formazione dei prezzi⁷⁰.

In merito ai requisiti organizzativi invece, la Mifid distingue le società di gestione dei mercati regolamentati dalle imprese di investimento. Alle prime in base all'art. 39, si richiede che i mercati regolamentati da loro gestiti:

- a) “prendano misure per identificare chiaramente e gestire le potenziali conseguenze negative [...] di qualsiasi conflitto tra gli interessi del mercato regolamentato, dei suoi proprietari o del suo gestore e il suo buon funzionamento [...]”;
- b) siano adeguatamente attrezzati per gestire i rischi ai quali sono esposti, [...] per identificare tutti i rischi [...] e prendano misure efficaci per attenuare tali rischi;
- c) pongano in atto dispositivi per garantire una gestione sana delle operazioni tecniche del sistema [...]”;
- d) si dotino di regole e procedure [...] che garantiscano una negoziazione corretta e ordinata nonché di criteri obiettivi che consentano l'esecuzione efficiente degli ordini;
- e) si dotino di dispositivi efficaci atti ad agevolare la finalizzazione efficiente e tempestiva delle operazioni eseguite nell'ambito dei loro sistemi;
- f) dispongano [...] di risorse finanziarie sufficienti per renderne possibile il funzionamento ordinato [...]”.

Tali requisiti lasciano comunque le SGM libere di stabilire il modo in cui organizzarsi. Lo stesso vale per le imprese di investimento alle quali però vengono richiesti dei requisiti più stringenti⁷¹, che

⁶⁸ Cfr. G. Rubba, L'impatto ed i risvolti della direttiva MiFID sul Testo Unico Finanza, in *Innovazione e Diritto* n. 3/2008, Università degli studi di Napoli, ISSN 1825-9871, 2008

⁶⁹ Cfr. Dir. 2004/39/CE alla Sez. 3 del Capo 2 del titolo III “Trasparenza e integrità del mercato” (artt. 25-30) e Reg. n. 1287/2006/CE al Capo 4 “Trasparenza del mercato” (artt. 17-34)

⁷⁰ Il considerando n. 44 affermava che “indispensabile porre in atto un regime globale di trasparenza per tutte le operazioni su azioni, indipendentemente dal fatto che siano eseguite da un'impresa di investimento su base bilaterale o tramite mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione”

⁷¹ All'art. 13, paragrafi da 2 a 9, Direttiva 2004/39/CE dopo l'enunciazione di alcuni principi generali viene delegata alla Commissione l'adozione di “misure di esecuzione che specifichino i requisiti di organizzazione concreti da imporre alle imprese di investimento che prestano diversi servizi di investimento e/o esercitano diverse attività di investimento e servizi accessori o una loro combinazione” [al fine] di “tenere conto dell'evoluzione dei mercati finanziari sotto il profilo tecnico e garantire l'applicazione uniforme dei principi generali stabiliti [nella Direttiva di primo livello]”. Tali misure

emergono dalla lettura delle direttive Mifid di primo e secondo livello e dai relativi considerando. Tra questi i più rilevanti richiedono:

- l'applicazione di "politiche e procedure sufficienti a garantire" l'adempimento "agli obblighi della presente direttiva";
- la predisposizione di "procedure amministrative e contabili sane, di meccanismi di controllo interno, di procedure efficaci per la valutazione del rischio e di meccanismi efficaci di controllo e tutela in materia di elaborazione elettronica dei dati";
- il mantenimento "per tutti i servizi prestati e tutte le operazioni effettuate, delle registrazioni sufficienti atte a consentire all'autorità competente di controllare il rispetto dei requisiti previsti dalla presente direttiva e, in particolare di verificare che le imprese di investimento hanno adempiuto tutti gli obblighi nei confronti dei clienti o potenziali clienti";
- l'adozione di "misure adeguate per salvaguardare i diritti di questi ultimi e per impedire che i fondi dei clienti siano utilizzati dalle imprese per conto proprio, salvo nel caso degli enti creditizi", "quando detengono strumenti finanziari appartenenti ai clienti."⁷².

1.3.2 Classificazione della clientela ed obblighi degli intermediari

Tra le tante novità apportate dalla normativa in esame vi è l'introduzione di una nuova classificazione della clientela⁷³. La nuova classificazione prevista dalla Mifid distingue tre diverse categorie di clientela che si caratterizzano per diversi livelli di tutela verso gli intermediari, in ordine decrescente:

- clienti al dettaglio, individuati come categoria residuale rispetto alle altre due seguenti, che godono di maggiore protezione in termini di obblighi di trasparenza, informativi, di valutazione del profilo di rischio;
- clienti professionali, che necessitano di minori tutele rispetto ai primi in quanto "...possied[ono] l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assume..."⁷⁴;

sono contenute nel capo 2 art. 5-25, Direttiva 2006/73/CE "recante modalità di esecuzione della direttiva per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento [...]".

⁷² Art. 13 par.2-9 Direttiva 2004/39/CE.

⁷³ Rilevante solamente per la prestazione dei servizi di investimento e accessori della normativa.

⁷⁴ Art. 4 *Ibidem*, nella stessa direttiva, allegato II, vengono definiti come: a) I soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari sia essi italiani sia esteri (esempio gli enti creditizi, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione, gli organismi di investimento collettivo del risparmio e le società di gestione di tali organismi).

b) Le imprese di grandi dimensioni che rispondano, a livello di singola società, ad almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: totale di bilancio pari o superiore a 20 milioni di euro; fatturato netto pari o superiore a 40 milioni di euro; fondi propri pari o superiori a 2 milioni di euro.

- Controparti qualificate⁷⁵, alle quali viene garantita una tutela minima.

Gli intermediari devono comunicare la categoria di appartenenza a ciascun cliente che a sua volta può chiedere di essere ricompreso in un'altra categoria.

Tra gli obblighi degli intermediari, di particolare rilievo è la regola della “*best execution*” in cui si richiede “alle imprese di investimento di adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere, allorché eseguono ordini, il miglior risultato possibile per i loro clienti, tenuto conto del prezzo, dei costi, della rapidità e della probabilità di esecuzione e di regolamento, delle dimensioni, della natura, dell'ordine o di qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione”⁷⁶.

Un altro vincolo imposto da Mifid per assicurare e garantire la tutela degli investitori riguarda le informazioni che devono essere raccolte e scambiate in relazione alla tipologia di servizio prestato e clientela. Si passa infatti dal principio della “*suitability rule*”, che richiedeva agli intermediari di fornire un servizio adeguato ai clienti, ai principi di adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione (“*execution only*”) che vanno a rafforzare e modulare il precedente principio⁷⁷. Il primo principio si applica ai servizi di consulenza e gestione patrimoniale, che si caratterizzano per la maggiore discrezionalità dell'intermediario nei confronti dei clienti. In particolare si richiedono al cliente una serie di informazioni circa:

- a) le proprie esperienze e conoscenze in materia di investimenti;
- b) la propria situazione finanziaria, in particolare “*del suo reddito regolare, delle sue attività, comprese le sue attività liquide, dei suoi investimenti e beni immobili e dei suoi impegni finanziari regolari*”;⁷⁸
- c) i propri obiettivi di investimento, con particolare riguardo alla durata, alle preferenze, al profilo di rischio e alle finalità dell'investimento.⁷⁹

Dunque un servizio si riterrà adeguato se è in linea con le conoscenze ed esperienze del cliente, se tiene conto della sua situazione finanziaria e se corrisponde agli obiettivi di investimento prefissati dal cliente. Con particolare riguardo dei clienti professionali, visto quanto detto precedentemente, si

c) Gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre transizioni finanziarie. Similmente sono da considerare clienti professionali di diritto i governi nazionali, gli enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sopranazionali, quali la Banca Mondiale, il fondo monetario internazionale, la Banca Centrale Europea.

⁷⁵ Secondo l'art. 24 par. 2 sono controparti qualificate “le imprese di investimento, gli enti creditizi, le imprese di assicurazioni, gli OICVM e le loro società di gestione, i fondi pensione e le loro società di gestione, altre istituzioni finanziarie autorizzate o regolamentate secondo il diritto comunitario o il diritto interno di uno Stato membro, [...], i governi nazionali [...], le banche centrali e le organizzazioni sovranazionali”.

⁷⁶ Art.1 par 1 *Ibidem*

⁷⁷ Cfr. V.Sangiovanni, *L'adeguatezza prima e dopo la Mifid*.

⁷⁸ Cfr. art. 35, par. 3, della Direttiva 2006/73/CE.

⁷⁹ Cfr. art. 35, par. 4, della Direttiva 2006/73/CE.

può dedurre che le conoscenze ed esperienze saranno date per scontate, e allo stesso modo per quanto riguarda gli obiettivi avranno un profilo tale da poterne sopportare tutti i rischi connessi.⁸⁰ Nel caso in cui l'intermediario che presta un servizio di consulenza o una gestione patrimoniale non sia in grado di ottenere le informazioni, necessarie per valutarne l'adeguatezza, deve astenersi dal prestare servizio, anche se con il consenso del cliente.⁸¹

Il principio di appropriatezza si applica invece per gli altri servizi di investimento come ricezione e trasmissione ordini, negoziazione in proprio o collocamento. Tale principio implica la sola verifica da parte dell'intermediario del possesso di conoscenze ed esperienze del cliente. Tuttavia a differenza del principio di adeguatezza anche in presenza di informazioni insufficienti determinare l'appropriatezza del prodotto o servizio prestato, l'intermediario può procedere lo stesso previa comunicazione al cliente.

Per concludere il principio di *execution only* non impartisce specifici obblighi in capo all'intermediario sulla raccolta di informazione e si applica ai servizi di esecuzione, ricezione e trasmissione di ordini relativi ad azioni, obbligazioni, strumenti del mercato monetario, OICVM, e altri strumenti "non complessi"⁸².

1.3.3 La Consulenza Finanziaria in Mifid

La principale novità ai fini del presente elaborato riguarda la consulenza finanziaria che cambia denominazione, passando da consulenza in valori mobiliare a consulenza in materia di investimenti, e viene elevata nuovamente a servizio di investimento.

Con la nuova direttiva viene inoltre chiarita l'ambiguità circa il servizio, distinguendo tra consulenza cosiddetta specifica, annoverata tra i servizi principali, e quella generale, rientrando tra i servizi accessori. La prima, definita come "*prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari*"⁸³ si caratterizza per due elementi, uno di carattere

⁸⁰ Cfr. art. 35, par. 2, della Direttiva 2006/73/CE.

⁸¹ Cfr. art. 35, par. 5, della Direttiva 2006/73/CE.

⁸² Per considerarsi non complesso l'art. 38 della Direttiva 2006/73/CE prevede che questo "*a) non deve rientrare [tra i prodotti derivati]; b) devono esistere frequenti opportunità di cedere, riscattare o realizzare altrimenti tale strumento a prezzi che siano pubblicamente disponibili per i partecipanti al mercato e che siano i prezzi di mercato o i prezzi messi a disposizione, o convalidati, da sistemi di valutazione indipendenti dall'emittente; c) non deve implicare alcuna passività effettiva o potenziale per il cliente che vada oltre il costo di acquisizione dello strumento; d) devono essere pubblicamente disponibili informazioni sufficientemente complete e di agevole comprensione sulle sue caratteristiche, in modo tale che il cliente al dettaglio medio possa prendere una decisione informata in merito alla realizzazione o meno di un'operazione su tale strumento.*" La Consob, a riguardo, nel 2014 ha fornito chiarimenti in merito in una sua comunicazione (la n. 97996), elencando, senza pretesa di esaustività, una serie di strumenti e prodotti finanziari da considerare complessi in generale. Nella stessa la Consob raccomanda che questi non debbano essere distribuiti o consigliati alla clientela di fascia più bassa, a meno che non siano adottate misure adeguate e rispettati alcuni requisiti espressamente richiesti dall'Autorità.

⁸³ Cfr. art. 1, par. 4 punto 4 Direttiva 2006/73/CE.

soggettivo, ossia la raccomandazione personalizzata ad uno specifico cliente, ed uno oggettivo riguardante gli strumenti finanziari oggetto di consulenza. Inoltre la raccomandazione per essere tale deve essere *“fatta ad una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore”*⁸⁴, e deve riferirsi a almeno ad una delle due tipologie di operazione:

- a) *“comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento;*
- b) *esercitare o non esercitare qualsiasi diritto conferito da un determinato strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario”*.⁸⁵

Dalla lettura del considerando 79 della Mifid (73/2006/CE) si ottiene invece una definizione di consulenza generale: *“La consulenza in merito a strumenti finanziari fornita in un quotidiano, giornale, rivista o in qualsiasi altra pubblicazione destinata al pubblico in generale (incluso tramite Internet) o trasmissione televisiva o radiofonica non deve essere considerata come una raccomandazione personalizzata ai fini della definizione di «consulenza in materia di investimenti» di cui alla direttiva 2004/39/CE”* che si caratterizza per l'essere rivolta ad un pubblico indistinto e quindi mancante di un carattere di personalizzazione.

Come ribadito precedentemente tale distinzione è rilevante ai fini della disciplina applicabile. Per la consulenza c.d. specifica si applicano tutte quelle regole di comportamento approfondite precedentemente tra cui obblighi informativi e i principi di adeguatezza ed in qualità di servizio di investimento può essere esercitato solo dai soggetti abilitati tramite autorizzazione dall'organo di competenza. Al contrario il servizio di consulenza generica, rientrante tra i servizi accessori può essere svolto da chiunque senza particolari requisiti, a meno che non si rientri tra i soggetti abilitati che sono comunque tenuti a rispettare le disposizioni dettate per i servizi di investimento.

Dalla lettura dei considerando della Mifid *“di secondo livello”*⁸⁶ emerge poi un terzo tipo di consulenza, la consulenza strumentale, che si caratterizza per avere ad oggetto non tanto uno specifico strumento finanziario bensì ad una tipologia. Tale servizio assume rilevanza nel caso in cui venga raccomandato una tipologia di strumento in quanto adatto alle specifiche esigenze del cliente. In questo caso si rientrerebbe nella fattispecie della consulenza in materia di investimenti e nel caso in cui la tipologia di strumento individuata si rivelasse non adeguata l'intermediario starebbe violando le regole di condotta imposte dalla Mifid, ossia il comportamento onesto equo e professionale nei

⁸⁴ Cfr. art. 52, co. 1, Direttiva 2006/73/CE.

⁸⁵ Cfr. art. 52, co. 2, Direttiva 2006/73/CE

⁸⁶ Ci si riferisce alla denominazione Lamfalussy, Direttiva del 73/2006/CE, in particolare al considerando n.81

confronti del cliente e il fornire informazioni corrette, chiare e non fuorvianti. Ancora, nel caso in cui tale servizio fosse propedeutico al servizio di consulenza, questo dovrebbe rientrare nella disciplina di quest'ultima a meno che questa poi non venga concretamente prestata⁸⁷.

Per concludere, un'ultima novità introdotta dalla Mifid di primo livello è la figura dell'agente collegato, ossia *“la persona fisica o giuridica che, sotto la piena e incondizionata responsabilità di una sola impresa di investimento per conto della quale opera:*

1. *promuove i servizi di investimento e/o servizi accessori presso clienti o potenziali clienti*
2. *riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi di investimento o strumenti finanziari*
3. *colloca strumenti finanziari e/o*
4. *presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti o servizi finanziari.*”⁸⁸

La Mifid lascia a ciascuno Stato Membro la facoltà di introdurre tale figura nel proprio ordinamento in modo tale da consentire agli intermediari di servirsene *“per promuovere i loro servizi, procurare clienti o ricevere ordini dei clienti o dei potenziali clienti e trasmetterli, collocare strumenti finanziari e prestare consulenza rispetto agli strumenti e servizi finanziari proposti da tali imprese”*⁸⁹. La figura dell'agente collegato rientra quindi in quella fattispecie di consulenza limitata ai servizi e strumenti finanziari collocati, quindi non la consulenza specifica di cui sopra ma quella preparatoria alla prestazione della stessa o al collocamento dello strumento finanziario.

1.3.4 La Mifid in Italia

La Mifid viene recepita in Italia nel 2007, attraverso il D.Lgs n.164, con la conseguente modificata del TUF, aggiornamento del Regolamento Intermediari e Regolamento Mercati⁹⁰ della Consob ed emanazione del Regolamento congiunto⁹¹ da parte di Consob e Banca d'Italia.

Per quanto riguarda le deviazioni dalla normativa comunitaria, il legislatore italiano attua modifiche minime concernenti:

⁸⁷ Cfr. F. Tedeschi, MiFID - La consulenza finanziaria e l'ambito di applicazione ai promotori finanziari, Rivista di Diritto Bancario, www.dirittobancario.it, dicembre 2008.

⁸⁸ Cfr. art. 4 par. 1 punto 25, Direttiva 2004/39/CE.

⁸⁹ Regolamento Intermediari emanato dalla Consob nel 2007.

⁹⁰ Rispettivamente delibere n. 16190/07 e n. 16191/07 del 29 ottobre 2007.

⁹¹ “Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio”.

- i tipi di consulenza, riconoscendo solo le fattispecie di consulenza specifica, come servizio di investimento, e quella generica, come servizio accessorio.
- la definizione della figura del promotore finanziario⁹², che viene associata a quella di agente collegato nonostante le differenze tra le due figure⁹³.

1.4 Mifid II, novità e conferme della normativa vigente

La crisi finanziaria del 2008 scoppiata negli Stati Uniti e propagatasi poi anche in Europa⁹⁴, ha contribuito a far emergere l'inadeguatezza dell'assetto normativo europeo. La crisi finanziaria ha evidenziato da un lato l'incapacità delle autorità di vigilanza di prevenire l'adozione di pratiche scorrette da parte delle banche di investimento e di intervenire successivamente per correggerle dall'altro, come tutti gli obblighi informativi e comunicativi in capo agli intermediari non furono sufficienti a garantire quella tutela dell'investitore a lungo desiderata dal legislatore e dalle autorità, tanto che molti clienti si ritrovarono spesso con strumenti e prodotti non adeguati e non appropriati alle proprie caratteristiche perché spinti e incoraggiati dalle banche. Lo sviluppo della tecnologia, la nascita delle negoziazioni algoritmiche e la crescente complessità degli strumenti oggetto di negoziazione accentuarono ancora di più i fenomeni e gli effetti della crisi, confermando di fatto la necessità di un ripensamento delle regole alla luce dell'evoluzione dei mercati e degli operatori.

Queste ed altre carenze normative hanno condotto il legislatore a riformare l'impostazione della disciplina corrente sulle banche e sui mercati lasciandone inalterati i punti cardine ed aumentandone le restrizioni. Tra le riforme della regolamentazione bancaria troviamo la "CRD IV"⁹⁵ del 2013 che detta i nuovi requisiti di capitale necessari a rendere più solidi gli istituti creditizi così da garantire maggiore stabilità al sistema finanziario e maggiore tutela dei risparmiatori. Nel 2014 vengono introdotti i tre "pillar" dell'Unione Bancaria", consistenti nel "Single supervisory mechanism" (SSM)⁹⁶, nel Meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie⁹⁷ e nelle nuove disposizioni sul

⁹² All'art. 31 del T.U.F. il promotore finanziario è definito come "la persona fisica che, in qualità di agente collegato ai sensi della direttiva 2004/39/CE esercita professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario"

⁹³ Dalla definizione di promotore (cfr. nota 89) si capisce che questo può essere solamente una persona fisica mentre ciò non è previsto per l'agente collegato. Inoltre a quest'ultimo non è permesso amministrare fondi o strumenti finanziari per conto dei clienti dell'impresa di investimento, cosa che invece è permessa ai primi.

⁹⁴ Per un approfondimento sulla crisi finanziaria internazionale si veda, tra i tanti, F. Capriglione, *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*, in Colombini - Passalacqua (a cura di), *Mercato e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di stato*, Napoli, 2012.

⁹⁵ Costituita dal Regolamento n. 575/2013/UE e dalla Direttiva n. 2013/36/UE

⁹⁶ Regolamento n. 1024/2013/UE.

⁹⁷ Direttiva n. 2014/59/UE, conosciuta anche come BRRD (Bank recovery and resolution Directive) e Regolamento n. 806/14/UE.

sistema di garanzia dei depositi. I tre pilastri avevano, tra gli altri, anche l'obiettivo di dare ancora più potere alla Banca Centrale Europea⁹⁸.

Per quanto riguarda invece le riforme avvenute sui mercati finanziari, nel 2014 con la direttiva n. 65 dell'UE, nota anche come Mifid II, e con il regolamento n. 600 dell'UE, c.d. Mifir, viene rivisitato l'assetto normativo della precedente Mifid I. Tale normativa sarà poi recepita in Italia, tramite modifiche del TUF⁹⁹, solamente il 3 gennaio 2018¹⁰⁰ con la modifica dei relativi regolamenti Consob¹⁰¹.

Come detto precedentemente tale riforma non mirava ad innovare le caratteristiche fondamentali della disciplina bensì a omogeneizzarne ancor di più le finalità in Europa e a colmare le lacune evidenziate dalla crisi. Il punto cardine della Mifid II continua ad essere la tutela degli investitori-risparmiatori finalizzata a rinforzare la fiducia nei mercati finanziari. Sul piano dei contenuti della normativa, i regimi di adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione relativi ai servizi prestati e la classificazione della clientela non sono oggetto di modifiche, tuttavia sono molte le novità, sia in termini di mercati che di intermediari. Per quanto riguarda i primi viene creata una nuova tipologia di mercato, denominato "Sistema organizzato di negoziazione" ("Organized Trading Facilities" - OTF)¹⁰², rientrante tra i servizi di investimento e la cui apertura è quindi soggetta ad autorizzazione. L'introduzione di tale sede di negoziazione è in linea con l'obiettivo del legislatore europeo di fare in modo che le negoziazioni avvenissero in mercati regolamentati affinché non si venissero a creare mercati paralleli (over the counter) che potessero in qualche modo pregiudicarne l'omogeneità e sfuggire alla regolamentazione. E' doveroso poi specificare che i mercati OTF non vengono costituiti per accogliere tutte le tipologie di prodotti esistenti bensì solamente quelli stabiliti dall'intermediario che lo gestisce. Tale tipologia di mercato risulta essere residuale rispetto alle tre tipologie già definite dalla Mifid I¹⁰³, ossia ve ne fanno parte tutti i mercati non riferibili ad una di queste. Tale disposizione ha l'obiettivo di migliorare la trasparenza, l'efficienza e l'integrità delle diverse sedi di negoziazione.

Per quanto riguarda gli intermediari finanziari ed i relativi rapporti con la clientela, anche qui il legislatore europeo persegue l'obiettivo di aumentare la trasparenza sia in termini di acquisizione

⁹⁸ Per una ricostruzione più dettagliata delle riforme avvenute in quegli anni si veda R. Masera, *Sfide e opportunità della regolamentazione bancaria: diversità, proporzionalità e stabilità*, Ecra, 2016.

⁹⁹ Cfr. L. n. 208 del 28/12/2015 (Legge di Stabilità), D.Lgs. n. 129 del 3.8.2017 e D.Lgs. n. 148 del 16/10/2017, convertito dalla L. n. 172 del 4/12/2017

¹⁰⁰ Per una lettura più approfondita della MiFID II, si veda AA.VV., (a cura di) V. Troiano e R. Motroni, *La MiFID II, Rapporti con la clientela - governance - mercati*, Wolters Kluwer - CEDAM, Padova, 2016.

¹⁰¹ In particolare, tra gli altri, vengono aggiornati il Regolamento Intermediari (n.16190 del 2007), il Regolamento Emittenti (n. 11971 del 1999) e il Regolamento Consulenti (n. 17130 del 2010).

¹⁰² Per un approfondimento, si veda: Tarola - Leoni - Giliberti - Rizzo - Mosco - Pace - Ciccagliani - Tempestini - Amato - Giammarile, *Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia*, Consob, 2014.

¹⁰³ Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e internalizzatori sistematici

delle informazioni da parte degli intermediari sia in termini di informativa da fornire al cliente, avendo particolare riguardo di quella sui costi. Le principali novità riguardano: la consulenza finanziaria su base indipendente (di cui si tratterà nel prossimo capitolo), la *product governance* e la *product intervention*.

La *product governance* ha l'obiettivo di ridurre i rischi che alcuni prodotti collocati e/o emessi non siano adeguati alle caratteristiche del cliente finale, adattando già in fase di creazione il prodotto finanziario ad una clientela specifica (target), in modo tale da realizzare una adeguata verifica estesa e dunque non solo a valle, tramite i distributor, ma anche a monte in fase di emissione dei prodotti da parte dei manufacturer¹⁰⁴. Ai primi verrà poi richiesto di valutare i rischi di tali prodotti e di far sì che il loro collocamento sia coerente con la clientela target¹⁰⁵.

La *product intervention* si riferisce ai poteri di intervento affidati all'ESMA (European Securities and Markets Authority) dalla nuova direttiva¹⁰⁶. In particolare L'ESMA con i poteri della *product intervention* può intervenire per limitare o vietare la vendita di alcuni prodotti qualora ritenesse che la loro commercializzazione può esporre gli investitore e la stabilità del sistema finanziario a rischi eccessivi¹⁰⁷. Tali poteri sono estesi anche alle autorità nazionali, tuttavia è previsto che una misura adottata dall'ESMA [...] prevale su qualsiasi misura precedentemente adottata da un'autorità competente¹⁰⁸. E' bene specificare che una misura del genere viene introdotta ed adottata solo per casi estremi, che violano in modo rilevanti i principi su cui si basa la regolamentazione, non per qualsiasi tipo di infrazione.

1.5 La consulenza finanziaria in Mifid II

La definizione di consulenza finanziaria continua ad essere quella già presente in Mifid I: “prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari”¹⁰⁹ tuttavia la disciplina in materia è sicuramente una delle materie che ha subito modifiche più profonde con l'avvento della Mifid II in termini di soggetti, trasparenza e incentivi.

¹⁰⁴ Per un approfondimento sul tema si veda Morlino S., *La Product Governance nel nuovo regime MiFID 2*, 2015

¹⁰⁵ Cfr. art. 24, c.2 MiFID II.

¹⁰⁶ Per un approfondimento sulla *product intervention* si veda Franza E., *La “product intervention” del mondo MIFID II/MIFIR*, 2017

¹⁰⁷ All' art. 40 c.2 lett. c la Mifir detta le condizioni necessarie affinché l'autorità possa o debba intervenire.

¹⁰⁸ Cfr. art. 40 c. 7 MiFIR.

¹⁰⁹ Cfr. art.1 c.5 septies TUF.

1.5.1 Soggetti

La consulenza finanziaria essendo ancora annoverata tra i servizi di investimento è un'attività riservata a banche e imprese di investimento, che a loro volta possono servirsi di dipendenti nelle proprie sedi e di consulenti finanziari in caso di offerta fuori sede¹¹⁰. I consulenti finanziari sostituiscono i promotori finanziari della normativa previgente e rappresentano, come avremo modo di vedere nel prosieguo di questo capitolo, una delle principali novità della normativa. A questi viene aperta la possibilità di prestare oltre all'esercizio della consulenza anche i servizi di promozione e collocamento di prodotti finanziari e la gestione di portafoglio, previa iscrizione ad apposito albo. Tra il novero di soggetti ai quali è estesa la possibilità di esercitare il servizio di consulenza troviamo anche i consulenti finanziari autonomi, che sostituiscono i consulenti finanziari¹¹¹, ossia le persone fisiche in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza, patrimoniali e organizzativi, e le società di consulenza, che potranno servirsi di tali consulenti per operare fuori sede. Tali società di consulenza dovranno avere la forma di società a responsabilità limitata e di società per azioni e gli amministratori dovranno rispettare i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza.

I dipendenti di banche ed imprese di investimento per poter prestare il servizio devono avere, secondo la normativa¹¹², un grado di conoscenze e competenze oppure di esperienza adeguati. Tuttavia, tali soggetti non possono essere definiti propriamente consulenti finanziari, nonostante esercitino il servizio di consulenza per conto del proprio intermediario, in quanto possono esercitare solamente in filiale e non fuori sede, a meno che non siano iscritti all'albo unico dei consulenti finanziari.

I soggetti che invece sono iscritti all'albo unico come agenti, dipendenti o mandatari possono svolgere per conto del proprio intermediario tutti i servizi previsti dall'art. 1 comma 5, tra cui appunto la consulenza. Gli unici divieti imposti dal legislatore sono riguardano la monomandatorietà, ossia il prestare i servizi per conto di un solo intermediario, ed il divieto della detenzione di somme di denaro o strumenti finanziari di proprietà del cliente¹¹³ al netto delle eccezioni previste dallo stesso¹¹⁴.

¹¹⁰ Cfr. art.18 del TUF.

¹¹¹ Cfr. art. 1 comma 39 Legge n. 208/2015.

¹¹² ESMA, Orientamenti sulla valutazione delle conoscenze e competenze, ESMA/2015/1886 IT, 2016; per la versione in italiano:

http://www.consob.it/documents/46180/46181/esma_2015_1886_IT.pdf/bafdc20-dfb1-4c3d-b5f4-19bbe65b3875

¹¹³ Cfr. art. 31 co. 2 e 2-*bis* del T.U.F.

¹¹⁴ Cfr. art. 108 Regolamento intermediari, dove è prevista la possibilità di ricevere “per la conseguente immediata trasmissione, esclusivamente: a) assegni bancari o postali [...] intestati al soggetto abilitato per conto del quale opera [...]; b) ordini di bonifico [...] che abbiano quale beneficiario [il soggetto abilitato]; c) strumenti finanziari nominativi o all'ordine, intestati o girati a favore del soggetto che presta il servizio e attività di investimento oggetto di offerta”.

Infine per completare l'analisi sulle tipologie di persone, fisiche e giuridiche, che possono prestare il servizio di consulenza troviamo i consulenti finanziari autonomi (anche detti consulenti indipendenti) e le società di consulenza. Per questi soggetti sono previste le stesse regole applicate agli altri in termini di condizioni e procedure di autorizzazione¹¹⁵, norme di comportamento¹¹⁶ e requisiti organizzativi¹¹⁷. Si caratterizzano per l'essere svincolati e indipendenti da ogni tipo di rapporto con società prodotto ("manufacturer") ed intermediari distributori ("distributor"). La peculiarità di questi soggetti, infatti, sono i requisiti di indipendenza dettati dal legislatore, oltre a quelli di onorabilità e professionalità, secondo cui essi non devono intrattenere "direttamente, indirettamente o per conto di terzi, rapporti di natura patrimoniale o professionale o di altra natura, compresa quella familiare, con emittenti e intermediari, con società loro controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo, con l'azionista o il gruppo di azionisti che controllano tali società, o con amministratori o dirigenti di tali società, se tali rapporti possono condizionare l'indipendenza di giudizio nella prestazione della consulenza in materia di investimenti."¹¹⁸ Inoltre a fronte del servizio prestato possono essere ricompensati solo tramite parcella ("fee"), come qualsiasi altro professionista, ed agli stessi è vietato ricevere "alcuna forma di beneficio da soggetti diversi dal cliente al quale è reso il servizio."¹¹⁹, dal momento che, come detto precedentemente, non intrattengono, e non devono intrattenere, alcun rapporto con soggetti terzi, che possano influenzare le raccomandazioni date. Nel caso in cui i loro clienti intendano procedere e mettere in atto le raccomandazioni, dovranno essere gli stessi clienti a dare seguito alle operazioni tramite i canali preferiti

1.5.2 L'albo unico

L'albo unico dei consulenti finanziari è tenuto dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari (OCF)¹²⁰ e si compone di tre diverse sezioni riservate rispettivamente ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede per conto del proprio intermediario, ai consulenti autonomi ed alle società di consulenza.

All'interno del Regolamento Intermediari, adottato con delibera n.16190 del 2007 dalla Consob e successivamente modificato dalla Consob, con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018, sono presenti disposizioni comuni a tutti e tre le tipologie di consulenti riguardanti i requisiti necessari per essere iscritti all'albo, la prova valutativa, gli obblighi informativi nei confronti dell'OCF e i presupposti

¹¹⁵ Artt. 5, paragrafi 1 e 3, e 7, 8, 9, 10, 21, 22 e 23 direttiva Mifid II e i corrispondenti atti delegati art. 89 adottati dalla Commissione.

¹¹⁶ Artt. 24, paragrafi 1, 3, 4, 5, 7, 10, e 25, paragrafi 2, 5, 6, *Ibidem*.

¹¹⁷ Artt. 16 paragrafi 3,6 e 7 *Ibidem*.

¹¹⁸ Art. 5 co. 1, D.M. n. 206/2008.

¹¹⁹ Art. 5 co. 3 *Ibidem*.

¹²⁰ Cfr. artt. 18-bis e -ter e art. 31 c.4 TUF.

per la cancellazione dall'albo. Per quanto riguarda i consulenti persone fisiche, il Decreto Ministeriale 11 novembre 1998 n. 472, intitolato "Regolamento recante norme per l'individuazione dei requisiti di onorabilità e di professionalità per l'iscrizione all'Albo unico [dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede]", prevede che la loro iscrizione dipende dal possesso dei requisiti di onorabilità e dal superamento della prova valutativa necessaria a valutare il possesso dei requisiti di professionalità e delle competenze essenziali per l'attività.

Per i consulenti indipendenti, come detto nel paragrafo precedente, l'iscrizione sarà subordinata anche al possesso dei requisiti patrimoniali e di indipendenza come previsti dal Regolamento Consulenti¹²¹. Secondo l'art. 8 comma 2 dello stesso Regolamento le società di consulenza dovranno avere la forma di S.p.a. o Srl oltre che i requisiti patrimoniali e di indipendenza.

L'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico tiene costantemente informata la Consob tramite l'invio di informazioni, circa i dati e le notizie più rilevanti sulla gestione dell'albo e tramite relazioni annuali sulle attività svolte. La Consob può inoltre decidere di richiedere comunicazioni e documenti con più frequenza se ritenuto necessario.

L'OCF, al fine di tenere sempre aggiornato l'albo unico, procede con la cancellazione nel caso in cui:

- venga richiesto dal consulente;
- si perdano i requisiti di onorabilità (indipendenza e patrimoniali per consulenti autonomi e società di consulenza);
- non vengano versati i contributi previsti nei confronti dell'Organismo.

La cancellazione avviene poi anche in caso di decesso del consulente o nel caso in cui questo venga radiato per non aver adempiuto agli obblighi di aggiornamento richiesti.

Infine un'ultima novità riguarda il protocollo di intesa¹²² siglato dall'OCF e dalla Consob nel mese di giugno e in vigore dal 2 luglio 2018. All'Organismo secondo tale protocollo vengono trasferite le attive istruttorie, in precedenza in capo alla Consob, relative a: "1) *all'attività istruttoria concernente le iscrizioni all'albo - con esonero dalla prova valutativa - dei consulenti finanziari autonomi e delle società di consulenza finanziaria, ai sensi dell'articolo 7 del D.M. n. 206/2008;* 2) *ai poteri di vigilanza di cui all'articolo 31, comma 7, del Tuf, per lo svolgimento dell'attività istruttoria concernente l'avvio dei procedimenti cautelari ad un anno (art. 7-septies, comma 2, del Tuf) nonché*

¹²¹ Adottato con delibera n. 17130 del 2010, e modificato dalla delibera n. 19548 del 2016.

¹²² Cfr. delibera n. 20503 del 28 giugno 2018 della Consob.

dei procedimenti sanzionatori (articolo 196 Tuf), nei confronti dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede.”¹²³

1.5.3 La profilatura del cliente

Con l'avvento di Mifid II anche la profilatura del cliente e la valutazione dell'adeguatezza subiscono dei cambiamenti. In particolare la valutazione di adeguatezza risulta rafforzata aumentando le informazioni che gli intermediari ed i consulenti sono tenuti a raccogliere nel momento della profilatura del cliente. Oltre alle informazioni circa le esperienze, competenze e situazione finanziaria, con la nuova normativa, si aggiungono quelle sulla capacità del cliente di sostenere perdite, sempre in funzione della propria situazione finanziaria, e quelle sulla tolleranza al rischio in relazione agli obiettivi di investimento.¹²⁴ Questi nuovi obblighi in capo agli intermediari sottolineano ancora una volta l'intento del legislatore di voler rafforzare la tutela degli investitori. Inoltre aumentando le informazioni circa le caratteristiche del cliente la nuova disciplina intende elevare la qualità del servizio offerto, assicurando agli investitori un servizio sicuramente più adeguato e coerente con le proprie esigenze.

L'intermediario o consulente nella fase di raccolta deve assicurarsi l'attendibilità delle informazioni ed assicurarsi che il cliente sia consapevole dell'importanza che hanno le stesse nonché la loro accuratezza e attendibilità. In questo modo l'adeguatezza non è più presunta ma viene verificata dal consulente, che ha l'obbligo di astenersi dal prestare il proprio servizio qualora abbia sentore dell'inesattezza delle informazioni¹²⁵. Una volta completata la profilatura viene comunicata al cliente la sua classificazione (cliente al dettaglio o professionale), non dimenticando che può subire variazioni attraverso downgrade o upgrade su richiesta del cliente o iniziativa del consulente / intermediario.

Un punto fondamentale della nuova disciplina riguarda poi il rapporto di adeguatezza che deve essere fornito al cliente, chi presta il servizio infatti dovrà redigere un report in cui saranno spiegate le motivazioni circa le scelte e le raccomandazioni prestate, in particolare l'art. 25 paragrafo 6 prevede che “le imprese di investimento forniscono ai clienti su supporto durevole, prima di effettuare la transazione, una dichiarazione di adeguatezza (*suitability report*) che specifichi la consulenza prestata

¹²³ Ibidem.

¹²⁴ Cfr. art.25 c.2; per un approfondimento, si veda (paragrafi 13-17) *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID [I]*, ESMA, 2012.

¹²⁵ Per un approfondimento si veda Santocchi, “Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente” in E. GABRIELLI-R. LENER.

e indichi perché corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente al dettaglio”

In questo modo l’adeguatezza con Mifid II non deve essere più presunta ma verificata, motivata e monitorata periodicamente, consentendo così agli investitori di godere raccomandazioni sempre aggiornate e coerenti con i loro profili. Inoltre la dichiarazione di adeguatezza dovrà comprendere anche considerazioni sui costi e sulle spese concernenti gli strumenti consigliati così da garantire la piena trasparenza nella prestazione del servizio.

1.5.4 Obblighi informativi

Anche per quanto riguarda gli obblighi informativi la Mifid II introduce disposizioni finalizzate a garantire una maggiore protezione degli investitori. In particolare l’articolo 24 paragrafo 4 prevede che “in caso di prestazione di consulenza in materia di investimenti, l’impresa di investimento, in tempo utile prima della prestazione della consulenza, deve informare il cliente di quanto segue:

i) se la consulenza è fornita su base indipendente o meno;

ii) se la consulenza è basata su un’analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari [...];

iii) se l’impresa di investimento fornirà ai clienti la valutazione periodica dell’adeguatezza degli strumenti finanziari ad essi raccomandati”.

Ciò al fine di non creare confusione nel cliente e rendere chiara quale sarà la natura del servizio che gli viene prestato. La lettera b) dello stesso paragrafo prevede poi che l’impresa di investimento comunicando le informazioni sui servizi che offre, gli strumenti finanziari e le strategie di investimento, includa le opportune indicazioni e avvertenze su quelli che sono i rischi relativi agli strumenti e alle strategie proposte.

Viene poi ampliata anche la trasparenza in termini di costi rispetto alla normativa precedente. Sempre al paragrafo 4) è previsto che l’impresa di investimento deve fornire le informazioni “su tutti i costi e gli oneri connessi, compresi quelli connessi al servizio d’investimento e allo strumento finanziario, non causati dal verificarsi da un rischio di mercato sottostante devono essere presentate in forma aggregata per permettere al cliente di conoscere il costo totale e il suo effetto complessivo sul rendimento e, se il cliente lo richiede, in forma analitica”. Tali disposizioni valgono anche per i

consulenti indipendenti¹²⁶. In questo modo l'investitore sarà in grado di capire il costo complessivo del servizio sia ex-ante che ex-post, ed il loro peso rispetto al rendimento prodotto attraverso una più chiara spiegazione delle commissioni incassate da tutti gli attori coinvolti nella filiera produttiva e distributiva.

1.5.5 Consulenza su base indipendente

Dal paragrafo precedente si evince che esiste una netta distinzione tra consulenza in materia di investimenti su base dipendente ed indipendente. In particolare all'art. 24 paragrafo 7) della Mifid II vengono delineati due caratteri distintivi del secondo tipo di consulenza, quando si precisa che per essere tale "essa:

- a) valuta una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che devono essere sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti da garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente soddisfatti e non devono essere limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti:
 - i. dall'impresa di investimento stessa o da entità che hanno con essa stretti legami o
 - ii. da altre entità che hanno con l'impresa di investimento stretti legami o rapporti legali o economici - come un rapporto contrattuale - tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata
- b) non accetta e trattiene onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti [...]."

Gli unici benefici ammessi sono quelli "non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti."

Per quanto riguarda il punto a), l'ESMA spiega, nel documento "Technical Advice on Mifid II", cosa intendere per una "Gamma sufficientemente ampia e diversificata di strumenti finanziari disponibili sul mercato". Secondo l'ESMA, l'impresa di investimento che deciderà di prestare in servizio di consulenza su base indipendente dovrà definire ed implementare un processo di selezione al fine di valutare e confrontare una molteplicità di strumenti finanziari disponibili sul mercato, tale processo dovrà includere i seguenti elementi:

¹²⁶ Cfr. art. 18 Regolamento Consulenti.

- a) un ventaglio di strumenti finanziari ampio e diversificato per tipologia, emittente e fornitore, che non si limiti a quelli emessi o forniti dall'impresa o da imprese con cui la stessa ha rapporti legali o economici;
- b) il numero e la varietà degli strumenti finanziati considerati dovrà essere proporzionato alla portata del servizio offerto;
- c) il numero e la varietà degli strumenti finanziati considerati dovranno essere rappresentativi di quelli disponibili sul mercato;
- d) la quantità di strumenti finanziari emessi dall'impresa di investimento o da entità ad essa strettamente collegate dovrà essere proporzionata al numero totale di strumenti finanziari considerati;
- e) i criteri di comparazione dei vari strumenti finanziari dovranno includere tutti gli aspetti rilevanti quali rischi, costi e complessità così come le caratteristiche dei clienti dell'impresa, e dovranno assicurare che né la selezione di uno strumento che potrebbe essere raccomandato né le raccomandazioni fornite ai clienti siano distorte.¹²⁷

Secondo le disposizioni dell'ESMA l'impresa che non sarà in grado di adottare un processo del genere non sarà autorizzata a presentarsi come indipendente.

1.5.6 La disciplina degli incentivi

Per concludere la trattazione sulle innovazioni apportate dalla Mifid II è necessario soffermarsi sulle novità in tema di incentivi (in inglese "*inducements*"), intesi come qualsiasi compenso, bene o servizio, in aggiunta alle commissioni o parcelle pagate per il servizio, offerto o ricevuto da terzi in relazione al servizio prestato¹²⁸. Tale disciplina assume connotazioni differenti a seconda del tipo di consulenza prescelta e va ad impattare entrambe i tipi di consulenza rafforzando la tutela degli investitori sia nel meccanismo delle retrocessioni sia in quello *fee only*.

Come si è detto precedentemente, per la consulenza su base indipendente, esiste un divieto di accettare e trattenere benefici, monetari e non, da terzi. Ciò perché tali benefici potrebbero influenzare il servizio prestato e conseguentemente pregiudicare l'agire negli interessi del cliente. Tuttavia nel caso in cui ciò avvenga, chi presta il servizio è tenuto ad informarne il prima possibile il cliente e contestualmente a restituire allo stesso quanto ricevuto.

¹²⁷ Cfr. par. 2.16, *Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, ESMA n. 2014/1569 del 19 dicembre 2015. Traduzione a cura del candidato.

¹²⁸ Cfr. CESR's *Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments* - Gennaio 2005. Traduzione a cura del candidato.

Viene fatta eccezioni per quelli “non monetari di entità minima, a condizione che il cliente ne sia chiaramente informato, che possano migliorare la qualità del servizio offerto e che non possano essere considerati arrecare pregiudizio alla capacità delle imprese di investimento di agire nel migliore interesse dei loro clienti.” A supporto di tale disposizione non è presente un documento che permetta di identificare in modo puntuale un “beneficio non monetario di minore entità”, ma bisogna ricorrere alle disposizioni della direttiva delegata 593/2017/UE, che integra la direttiva 65/2014/UE, dove si precisa che possono essere ritenuti tali i seguenti benefici:

- a) “informazioni o documentazione relativa a uno strumento finanziario o a un servizio di investimento, di natura generica o personalizzata in funzione della situazione di un singolo cliente;
- b) materiale scritto da terzi commissionato e pagato da un emittente societario o da un emittente potenziale per promuovere una nuova emissione da parte della società [...] purché il rapporto sia chiaramente documentato nel materiale e al contempo il materiale sia messo a disposizione di qualsiasi impresa di investimento che desideri riceverlo o del pubblico in generale;
- c) partecipazione a convegni, seminari e altri eventi formativi sui vantaggi e le caratteristiche di un determinato strumento finanziario o di un servizio di investimento;
- d) ospitalità di un valore "de minimis" ragionevole, come cibi e bevande a margine di un incontro di lavoro o di una conferenza, seminario o altri eventi di formazione di cui alla lettera c);
- e) altri benefici non monetari minori che uno Stato membro consideri atti a migliorare la qualità del servizio prestato a un cliente e [...] che siano di una portata e natura tale per cui sia improbabile che pregiudichino l'osservanza del dovere dell'impresa di investimento di agire nel migliore interesse del cliente.”¹²⁹

Anche di questa tipologia di benefici dovrà essere informata la clientela prima che venga prestato il servizio.

Per quanto riguarda invece la prestazione di consulenza in materia di investimenti su base non indipendente, l'art.24, paragrafo 9 della Mifid II prevede il divieto di pagare o percepire “un onorario o una commissione”, di fornire o ricevere “benefici non monetari in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o di un servizio accessorio da parte di un qualsiasi soggetto diverso dal cliente o da una persona operante per suo conto”, ad eccezione di quei benefici che:

- a) “abbiano lo scopo di accrescere la qualità del servizio fornito al cliente, e
- b) non pregiudichino il rispetto del dovere dell'impresa di investimento di agire in modo onesto, equo e professionale nel migliore interesse del cliente.”

¹²⁹ Cfr. art. 12 par. 3 della Direttiva delegata 2017/593/UE.

La direttiva di secondo livello, recependo le indicazioni dell'ESMA, si preoccupa poi di chiarire meglio il punto a), formulando un test di ammissibilità degli incentivi che definisce le condizioni e le circostanze in cui “onorari, commissioni o benefici non monetari sono considerati come concepiti per migliorare la qualità del servizio prestato al cliente”. Gli incentivi sono tali qualora “siano soddisfatte tutte le seguenti condizioni:

- a) sono giustificati dalla prestazione di un servizio aggiuntivo o di livello superiore per il cliente, proporzionale al livello di incentivi ricevuti, come:
 - i. [...] l'accesso a una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati, tra cui un numero appropriato di strumenti di fornitori terzi di prodotti che non hanno legami stretti con l'impresa di investimento;
 - ii. [...] l'offerta al cliente [della valutazione periodica (su base almeno annuale) di adeguatezza degli investimenti] o [di] un altro servizio continuativo in grado di costituire un valore per il cliente come la consulenza sull'asset allocation ottimale; o
 - iii. [...];
- b) non offrono vantaggi diretti all'impresa beneficiaria, ai suoi azionisti o dipendenti senza beneficio tangibile per il cliente interessato;
- c) sono giustificati dalla garanzia di un beneficio continuativo per il cliente interessato in relazione a un incentivo continuativo.”

L'orientamento del legislatore europeo è chiaramente quello di aumentare la protezione degli investitori incidendo sui sistemi di remunerazione del servizio. Pertanto, il compito degli operatori sarà quello di verificare, nel caso in cui ricevano incentivi, che questi non entrino in contrasto con i propri doveri di agire nel miglior interesse del cliente, e di comunicarli al cliente al fine di renderlo edotto e consapevole sui costi che sosterrà effettivamente.

CAPITOLO SECONDO

APPLICAZIONE DELLA TECNOLOGIA ALLA FINANZA

2.1 La rivoluzione Fintech (Financial Technology)

«*Banking is necessary, banks are not*», la celebre frase pronunciata qualche decennio fa da Dick Kovacevich¹³⁰ (presidente della Nordwest) - spesso erroneamente attribuita a Bill Gates¹³¹ - si riveste oggi di significati nuovi¹³², prendendo posto nell'ampio dibattito sulla crescente digitalizzazione delle banche¹³³.

Da almeno un decennio, infatti, il settore finanziario (quello bancario in modo specifico) sta attraversando trasformazioni tanto importanti e profonde da imporre una vera e propria revisione del modello di business orientato a servire meglio ed a costi più bassi i clienti.

Alla base di tale cambiamento si pongono tutti i processi legati alla tecnologia e alla digitalizzazione. Gli intermediari finanziari, banche per prime, sono posti di fronte ad un bivio storico che impone loro di capire se e come adeguare prassi e processi di *business* al fine di poter affrontare le sfide derivanti dal cosiddetto *Fintech*¹³⁴. Questo neologismo inglese - utilizzato per abbreviare l'espressione "tecnologia finanziaria" - nasce dalla fusione di due termini e, pertanto, dalla fusione di due mondi: quello della finanza e della tecnologia.

Per capire gli aspetti che contraddistinguono questa realtà e analizzarne l'effettiva portata è essenziale contestualizzarne la nascita e spiegare i motivi che hanno dato vita al suddetto legame, originando un movimento capace di cambiare volto all'ultima grande industria del nostro millennio, quella finanziaria, a lungo arroccata in una posizione di dominio, protetta dall'attività di un organismo regolatore dotato, in ogni paese, di una propria autonomia¹³⁵.

Nessuno scudo protettivo, però, ha potuto evitare che, in una società sempre più digitale e in un'economia permeata dalla crescente rilevanza della tecnologia, il settore finanziario venisse

¹³⁰ Nocera J., *Banking is necessary-Bank are not*, in *Fortune*, 11 may 1998, pp. 85-85.

¹³¹ Brett King, *Bank 3.0: Why banking is no longer somewhere you go, but something you do*, Marshall Cavendish International Asia Pte, 2013, p. 56.

¹³² Brett King 2013, *op. cit.*, p. 56.

¹³³ Alt R., Puschmann T., *Digitalisierung der Finanzindustrie*, Springer 2016.

¹³⁴ Folcia M., Panebianco M., James F., *Robo advisor: l'evoluzione del modello di consulenza finanziaria*, Mk, 4, 2016.

¹³⁵ Rizzi M., *Fintech Revolution*, Egea, Milano 2016.

pervaso da un profondo processo di digitalizzazione dei servizi dando vita ad un vero e proprio fenomeno rivoluzionario¹³⁶.

Una rivoluzione che, a detta di alcuni commentatori, non è affatto sorprendente se si pensa ad altri settori tradizionali in cui i modelli di business sono stati completamente sconvolti dall'ingresso dei nuovi arrivati, ossia da soggetti con un'identità incentrata sulla tecnologia. Gli esempi più eclatanti in tal senso sono Amazon per la distribuzione globale, Uber per il trasporto nazionale e Airbnb per il noleggio di stanze *peer-to-peer*¹³⁷.

Il *FinTech* è apparso sulla scena finanziaria promettendo tutta una serie di cambiamenti e miglioramenti riguardanti, non solo la vita finanziaria dei singoli cittadini e consumatori, ma anche quella delle imprese¹³⁸.

Autorevole commentatore¹³⁹ ha affermato che probabilmente nel prossimo decennio il settore bancario conoscerà più cambiamenti di quelli che lo hanno pervaso negli ultimi due secoli e ciò proprio a causa delle innovazioni nella tecnologia finanziaria¹⁴⁰.

Se, come si avrà modo di comprendere nel corso del presente capitolo, le potenzialità di sviluppo e la capacità di trasformazione del settore dei servizi finanziari connessi alle nuove applicazioni digitali sono innegabili, è però altrettanto vero che il fenomeno che ci si appresta ad analizzare mostra delle caratteristiche senza precedenti e, pertanto, coglie impreparati tutti gli attori del mercato, dai cittadini alle imprese, dalle istituzioni creditizie e finanziarie alle autorità di regolamentazione e supervisione.

La rivoluzione *Fintech*, in sintesi si pone come una sfida per tutti quanti abbiano degli interessi nel mercato finanziario e allo stesso tempo necessita di un impegno coordinato a tutti i livelli¹⁴¹.

Fatte queste brevi premesse è necessario comprendere meglio il fenomeno di cui si intende parlare. La definizione, che è spesso il primo passo della comprensione, in questo caso non si rivela affatto semplice, in quanto ne manca una univoca. Una mancanza che, stando ad alcuni¹⁴², meriterebbe di

¹³⁶ Paracampo M. T., *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico*, Giappichelli, Torino 2017, p. 1.

¹³⁷ Phoon K., Koh F., *Robo-Advisors and Wealth Management*, in *Institutional Investor Journals*, 14 agosto 2018, p. 79.

¹³⁸ Paracampo M. T. 2017, *op. cit.*, p. 2.

¹³⁹ Treanor J., *Digital Revolution Presents Banks with More Change in 10 Years than Last 200*, October 26, 2014, in *The Guardian*, <https://www.theguardian.com/business/2014/oct/26/banks-digital-revolution-change-regulation-job-losses>.

¹⁴⁰ Phoon K., Koh F. 2018, *op. cit.*, p. 79.

¹⁴¹ Paracampo M. T. 2017, *op. cit.*, p. 3.

¹⁴² Varga D., *Fintech, the new era of financial services*, in *Vezetéstudomány/Budapest Management Review*, 48 (11), 2017, p. 23.

essere colmata in senso generale ma ancor più con specifico riferimento ai problemi legislativi che la scarsa chiarezza terminologica può ingenerare.

In un contesto come quello attuale nel quale le società tecnologiche stanno già fornendo servizi finanziari a milioni di persone e stanno trasferendo, scambiando o erogando miliardi di dollari¹⁴³, infatti, il crescente impatto economico e sociale del *Fintech* rende sempre più complessa la comunicazione da parte dei legislatori circa le aspettative nei confronti dei soggetti che operano nel settore. Ciò, creando inevitabile confusione, concede del potenziale spazio a pericolose scappatoie nel sistema finanziario.

I legislatori, del resto, come vedremo nel corso del capitolo, tentano di adeguare il *Fintech* ai quadri giuridici esistenti i quali, però, sono stati progettati per un ambiente diverso, costituito da grandi istituzioni finanziarie tradizionali¹⁴⁴. Il rischio allora è quello di dare vita ad un eccesso di regolamentazione che può avere l'effetto di pesare sugli sforzi di innovazione. D'altro canto, però, dall'ipotesi della sottoregolazione possono trarre un vantaggio ingiusto i nuovi entranti, gravati da costi legali e delle spese generali inferiori¹⁴⁵.

Tornando al problema definitorio, ogni ente, autorità o istituzione abbia indagato il fenomeno in esame ha adottato un significato alquanto vasto il quale sostanzialmente fa riferimento alle imprese che utilizzano sistemi tecnologici per fornire servizi finanziari e provare a rendere il sistema più efficiente e sicuro¹⁴⁶.

L'ESMA, ad esempio, considera il *Fintech* come una sottocategoria del processo più ampio di innovazione finanziaria e lo definisce come «*un tipo di innovazione finanziaria che si basa sulla tecnologia dell'informazione per funzionare, ad es. Internet, cloud ecc. e ciò può portare a nuovi modelli di business, applicazioni, processi, prodotti o servizi con un effetto correlato sui mercati finanziari e sulle istituzioni e sulle disposizioni dei servizi finanziari*»¹⁴⁷.

Tra gli studiosi, però, le opinioni divergono su svariate questioni. Non c'è comunanza di vedute, ad esempio, sul fatto che solo le società finanziarie emergenti, basate sulla tecnologia, possano essere chiamate *Fintech* o se tale definizione possa riguardare anche gli *incumbent* che innovano un servizio

¹⁴³ *Ibidem*.

¹⁴⁴ Douglas J. L., *New Wine into Old Bottles: Fintech Meets the Bank Regulatory World*, in *North Carolina Banking Institute*, 20(1), 2016, p. 17.

¹⁴⁵ Varga D. 2017, *op. cit.*, p. 23.

¹⁴⁶ Paracampo M. T. 2017, *op. cit.*, p. 1.

¹⁴⁷ Armstrong P., *Financial Technology: The Regulatory Tipping Point*, 27 settembre 2016, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/20161420_financial_technology_the_regulatory_tipping_points_by_patrick_armstrong_0.pdf (traduzione personale).

o prodotto sulla base della più innovativa tecnologia¹⁴⁸. Altrettanto difficile concordare sull'individuazione o meno di una soglia di capitalizzazione del mercato da utilizzarsi per distinguere il *Fintech* dagli intermediari finanziari tradizionali¹⁴⁹.

Al di là di queste differenze, però, le definizioni elaborate sono tutte concordi nello stabilire che il termine *Fintech* vada riferito a società che sviluppano servizi e prodotti finanziari facendo un uso molto più intenso della tecnologia¹⁵⁰.

La parola *Fintech*, in sintesi, viene in genere impiegata per indicare un complesso sistema che si articola in svariate applicazioni tecnologiche in uso nel settore finanziario¹⁵¹ e dunque un insieme di iniziative progettuali, di *business* e di analisi che trovano la loro ragione di essere proprio nel nuovo legame stretto tra la finanza e la tecnologia¹⁵².

Abbracciando un'ottica ampia è possibile inserire nell'ambito *Fintech* tutti i sistemi di pagamento digitale e mobili; l'intercanalità intesa come evoluzione della multicanalità e come modalità di interazione tra clienti e intermediari, il mondo dei *big data* e la loro interpretazione. Ma è possibile ricomprendere in questo grande ecosistema anche gli algoritmi ed i sistemi di negoziazione sui mercati finanziari, nonché le innovazioni nel campo del *business model* e, pertanto, tutte le evoluzioni che riguardano la gestione della relazione con la clientela¹⁵³.

Sebbene generalmente la nascita del *FinTech* sia storicamente collocata nel 2008, a cavallo della crisi finanziaria globale che in quell'anno ebbe inizio, alcuni autori, hanno messo in luce come, ad un'analisi più attenta, il rapporto tra tecnologia e finanza sia ben più risalente di quello che solitamente si sia portati a credere¹⁵⁴ ed attraversi un percorso evolutivo che si articola in tre macro-fasi:

- 1866 – 1967: in una prima fase che ebbe inizio nella seconda metà del XIX secolo e che, pertanto, era caratterizzata da un approccio ancora di tipo analogico, si scorgono i primi effetti dell'uso delle

¹⁴⁸ Arner, Barberis e Buckley sono stati tra i primi studiosi ad esaminare l'evoluzione del fintech. Essi hanno utilizzato una definizione ampia del termine la quale comprendeva tutte le società finanziarie e le nuove società finanziarie e industriali, indipendentemente dalla loro dimensione, e dal modello di business modello (Arner D. W., Barberis J. N., Buckley, R. P., *The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?* 2015, in <http://hdl.handle.net/10722/221450>).

¹⁴⁹ Varga D., *Fintech, the new era of financial services*, in *Vezetéstudomány / Budapest Management Review*, 48 (11), 2017, pp. 22.

¹⁵⁰ *Ibidem*.

¹⁵¹ Di Mascio A., *Wealth Management e Fintech*, Egea, Milano 2018.

¹⁵² Nel documento del Financial Stability Board, *Fintech credit Market structure: business models and financial stability implications*, 22 May 2017 (in <http://www.fsb.org/2017/05/fintech-credit-market-structure-business-models-and-financial-stability-implications/>) Fintech viene definito nel seguente modo: «*innovazione finanziaria resa possibile dall'innovazione tecnologica, che può concretizzarsi in nuovi modelli di business, processi o prodotti, producendo un effetto determinante sui mercati finanziari, sulle istituzioni, o sull'offerta di servizi*».

¹⁵³ Di Mascio A. 2018, *op. cit.*

¹⁵⁴ Giorgi M., *Robo-Advice: serve una nuova ermeneutica giuridica della consulenza finanziaria*, *Fchub*, 4 agosto 2018.

tecnologie di comunicazione (telegrafo o il telefono) per la conclusione di rapporti finanziari. È questo, inoltre, il periodo che vede la nascita di nuove forme di pagamento: le carte di credito. La *Diners' club*, infatti, nacque nel 1950, mentre l'*American Express* nel 1958¹⁵⁵. Nel 1967, inoltre, grazie alle *Automatic Teller Machine* (ATM) si individuano i primi segnali di una possibile e futura integrazione di due mondi: automazione e finanza¹⁵⁶.

- 1967 – 2008: la seconda fase, che inizia proprio con la comparsa delle ATM, si contraddistingue per una crescente integrazione tra servizi bancari-finanziari e utilizzo degli strumenti informatico-telematici¹⁵⁷.

- Dal 2008: nella terza fase, che è quella in corso, è stato dato avvio ad un vero e proprio processo di “democratizzazione” dell’offerta delle attività finanziarie¹⁵⁸. Se la prima ondata di digitalizzazione ha trasformato molti aspetti della vita quotidiana e messo in discussione e parzialmente sostituito i modelli di *business* esistenti, questa seconda era della digitalizzazione ha spostato l’attenzione verso servizi basati su algoritmi e *software* intelligenti tesi ad aumentare il grado di automazione¹⁵⁹.

Una volta assodato che il problema delle declinazioni tecnologiche applicate alla finanza sia ben più risalente rispetto ai recenti interrogativi sull’universo del *FinTech*, per comprendere appieno il fenomeno che sarà specifico oggetto della presente analisi - la consulenza finanziaria automatizzata - è fondamentale porre una particolare attenzione alle caratteristiche ed alle modalità di funzionamento dei mezzi o delle tecnologie utilizzate attualmente utilizzate.

Tale premessa renderà più agevole capire l’impatto sociale ed economico del nuovo fenomeno in atto e, al contempo, tentare di verificare se un determinato servizio (come, appunto, quello della *robo advisory*), richieda una qualche forma di intervento sulla disciplina¹⁶⁰.

2.1.1 Aree di maggiore concentrazione delle *Fintech*

Come si è avuto modo di capire dalla precedente riflessione sul percorso storico del legame tra tecnologia e finanza, non è affatto semplice indicare con esattezza l’inizio del *FinTech* o specificare una data che ne identifichi il momento preciso del suo sviluppo. Si tratta, infatti, di un fenomeno in costante evoluzione che, per di più, lavora in continuità con l’adozione dell’elettronica da parte del settore finanziario, gli sviluppi di internet, del digitale e del cosiddetto *PreFinTech*. Tale espressione, nello specifico, viene utilizzata per indicare gli anni compresi tra il 95 e il 2005, quelli in cui l’era di

¹⁵⁵ *Ibidem*.

¹⁵⁶ Lerner, T., *Mobile Payment: Technologien, Strategien, Trends und Fallstudien*, Springer Vieweg, Weisbaden, Germany, 2013, p. 3, citato in Giorgi M. 2018, *op. cit.*, p. 2.

¹⁵⁷ Giorgi M. 2018, *op. cit.*

¹⁵⁸ *Ibidem*.

¹⁵⁹ Jung D., Dorner V., Glaser F., Morana S., *Robo-Advisory: Digitalization and Automation of Financial Advisory*, in *Business & Information Systems Engineering*, 60, 2018.

¹⁶⁰ Giorgi M. 2018, *op. cit.*, p. 3.

internet inizia a produrre i primi effetti sul sistema finanziario ed economico e durante i quali nasce e si sviluppa la *new economy*. Eventi fondamentali in questo periodo sono l'utilizzo da parte di Amazon di un strumento di pagamento proprio (che oggi sarebbe definito un *closed loop wallet*) attraverso cui il cliente ha la possibilità di memorizzare i dati dalla propria carta di credito per poi farne uso ad ogni acquisto successivo.

Va inoltre citata *Paypal*, che si configura come la novità più importante del millennio in quanto a sistemi di pagamenti online. Nel solo ultimo trimestre 2015 essa ha processato pagamenti superiori agli 80 miliardi di dollari, registrando un tasso di crescita di oltre il 20% rispetto all'anno precedente, quasi doppio del 2010 e triplo in confronto al 2005¹⁶¹.

Grazie alla spinta dell'e-commerce cresce dunque il fenomeno degli acquisti online, ossia il ricorso a piattaforme online di pagamenti attraverso le quali ognuno può utilizzare una propria carta di pagamento in maniera sicura¹⁶².

Nel primo decennio del terzo millennio cambia sostanzialmente l'utilizzo dei servizi bancari. In linea generale, infatti, l'operatività si sposta dalle filiali all'*home banking* e, dunque, al web: «*il "banco" si virtualizza*»¹⁶³. Si tratta, ovviamente, di un fenomeno che si afferma in modo geograficamente non omogeneo ed a diverse velocità. In alcuni Paesi, infatti, l'evoluzione appena descritta è stata assolutamente più veloce che in altri. Basti pensare che attualmente la penetrazione dell'*internet banking* nei Paesi nordici oscilla tra l'80 e il 90% della popolazione, mentre la media europea è del 46%. L'Italia occupa una posizione più arretrata, poiché introno al 28%, che è quella registrata dai Paesi scandinavi un decennio fa¹⁶⁴.

Dal 2008, a seguito del fallimento di Lehman Brother e dell'annuncio della crisi del sistema bancario tradizionale¹⁶⁵, l'investimento globale nel fiorente settore del *FinTech* è triplicato, da 928 milioni a 2,97 miliardi di dollari e si prevede che esso raggiungerà gli 8 miliardi entro la fine del 2018¹⁶⁶.

¹⁶¹ Ferrari R., *L'era del Fintech. La rivoluzione digitale nei servizi finanziari*, Franco Angeli, Milano 2016, p. 26

¹⁶² *Ibidem*.

¹⁶³ *Ivi*, p. 29.

¹⁶⁴ Il dato italiano dell'adozione del *banking online* è influenzato dal fatto che nel nostro Paese esiste un numero relativamente alto di persone prive di conto corrente bancario: il 29% della popolazione over 15 (contro il 46% della media europea). Il che è principalmente dovuto alla grande diffusione in Italia delle carte prepagate e all'offerta di conti postali tramite banco Posta (Ferrari R., *L'era del Fintech. La rivoluzione digitale nei servizi finanziari*, Franco Angeli, Milano 2016, p. 29).

¹⁶⁵ Scali L., Vianello S., *SturtUp digitali & PMI innovative*, Hoepli, Milano 2016, p. 21

¹⁶⁶ Gelis P., Woods T., Kantox, *The Rise of Fintech in Finance How fintech is reshaping the finance sector and how you handle your money*, 2014, p. 3. In https://cdn2.hubspot.net/hub/310641/file-1445626583-pdf/Rise_of_Fintech_in_Finance/Fintech_DEF.pdf.

Tra il 2013 e il 2014 gli investimenti in *start-up FinTech* mostrano dei trend crescenti, soprattutto nel Nord America e in Asia¹⁶⁷.

In Europa la maggior parte del fenomeno riguarda Regno Unito e Irlanda, che rappresentano oltre il 50% di tutti gli investimenti europei in tale settore. Nel 2014, in particolare, le *start-up* di Londra hanno triplicato i milioni investiti l'anno precedente, rappresentando così, insieme all'Irlanda, il 42% degli investimenti nel settore¹⁶⁸. Tra il 2008 e il 2013, l'investimento in *FinTech* nel Regno Unito ha raggiunto 700 milioni di dollari¹⁶⁹.

Allo stato attuale, dunque, la città britannica e la Silicon Valley americana sono le due capitali *FinTech* del mondo¹⁷⁰. In particolare, gli investimenti statunitensi rappresentano quasi la metà dell'intero 2017 (15,2 miliardi di dollari)¹⁷¹.

Londra, dal canto suo, sebbene abbia visto ridursi gli investimenti del 34% nel 2016 per l'incertezza legata alla Brexit, continua ad essere l'indiscussa capitale *FinTech* d'Europa, dove mantiene una posizione di predominio soprattutto grazie alle operazioni della Starling Bank, la nuova banca completamente digitale, che ha concluso l'operazione più rilevante in Europa, per un valore di 101 milioni di dollari¹⁷².

Anche se i dati sul numero totale di aziende *FinTech* variano in base al metodo di ricerca, si calcola che oggi ne esistano circa 6.000 - 7.000 in tutto il mondo¹⁷³. In particolare stando alle analisi di KPMG¹⁷⁴ nel 2017 il volume degli investimenti di *Venture Capital* (VC) in *FinTech* ha oltrepassato le 1.000 operazioni per un valore di circa 12,8 miliardi di dollari, mentre le operazioni realizzate dal *Private Equity* (PE) sono state 139 per un valore di quasi 17 miliardi di Dollari¹⁷⁵.

Tutte le operazioni e gli investimenti cui fanno riferimento i numeri qui indicati riguardano ambiti finanziari che un tempo erano di esclusivo dominio delle banche universali o delle istituzioni finanziarie globali.

Come si è detto, il *FinTech* copre una vasta area di servizi e prodotti (servizi di credito come: *peer to peer lending*; i *crowdfunding platforms*; servizi di pagamento come l'*instant payment*; valute

¹⁶⁷ Scali L., Vianello S., *StartUp digitali & PMI innovative*, Hoepli, Milano 2016, p. 27.

¹⁶⁸ *Ibidem*.

¹⁶⁹ Gelis P., Woods T., Kantox, 2014, *op. cit.*, p. 3.

¹⁷⁰ *Ibidem*.

¹⁷¹ Kpmg, *The Pulse of Fintech Q4 2017*, 13 febbraio 2018.

¹⁷² Pwc, Netconsulting, *Le aziende del Fintech in Italia 2017*, in <https://www.pwc.com>.

¹⁷³ Desai F., *The Fintech Boom and Bank Innovation*, Forbes, 2015, in <https://www.forbes.com/sites/falgunidesai/2015/12/14/the-fintech-revolution/#1202f56249d0>

¹⁷⁴ Kpmg, *The Pulse of Fintech Q4 2017*, 13 febbraio 2018.

¹⁷⁵ *Ibidem*.

virtuali (come i Bitcoin); i servizi di consulenza (*robo advisor*); soluzioni innovative per l'autenticazione dei clienti (impronta digitale, retina o riconoscimento facciale); tecnologie di validazione decentralata delle transazioni (*blockchain*); supporto all'erogazione di servizi (*cloud computing* e *megadati*).

La società di ricerca CB Insights¹⁷⁶, la quale ha individuato 250 grandi società di tecnologia che stanno trasformando l'attuale sistema finanziario, ha sottolineato come il mondo del *FinTech* sia attualmente presente in quasi tutti i settori aziendali in precedenza gestiti da istituzioni finanziarie tradizionali: prestiti alle imprese, mercati e compravendita di capitali, analisi di credito, servizi finanziari, prestiti generali, assicurazioni, prestiti ipotecari, elaborazione e pagamento personali e personalizzati, regolamentazione e conformità, investimenti immobiliari e trasferimenti di denaro¹⁷⁷.

Più nello specifico, inoltre, l'analisi realizzata da Kpmg sulle prime 100 Startup *FinTech* al mondo, riporta che le aree di maggiore concentrazione sono distribuite nel seguente modo:

–*Lending* (37%): tale area riguarda i *marketplace online* dedicati a prestiti *peer to peer* che, in quanto tali, non necessitano dell'intervento di intermediari creditizi tradizionali. L'area in questione è quella che, a livello mondiale, ha registrato negli anni i maggiori tassi di crescita in termini di investimenti ricevuti¹⁷⁸, i quali, infatti, dal 2012 al 2015, sono aumentati del 188%¹⁷⁹. Tale crescita ha riguardato, in particolare, gli Stati Uniti (dove nel 2016 si è registrato il 28% delle operazioni di investimento in ambito *lending*); la Cina (dove gli investimenti realizzati nel settore sono stati nel 2016 il 17%) e il Regno Unito (dove è nata la prima azienda *lending* della storia)¹⁸⁰. I *players* più importanti in tale settore sono l'americana *Lending Club*, che è anche *FinTech* leader al mondo; la cinese *Lufax* e l'inglese *Zopa*¹⁸¹.

–*Payment* (21%): si tratta del settore più maturo del *FinTech* perché quello sviluppatosi per primo. Dal 2011 il mondo dei pagamenti è stato rivoluzionato per azione dell'americana *Stripe* e dell'inglese *Transferwise*. La prima ha abilitato i pagamenti online e da dispositivi mobili, la seconda (soluzione di *Mobile Money Transfer*) ha adottato il principio del *peer-to-peer* per trasferire denaro in tutto il mondo. A trainare il settore in questione è però la Cina, il paese con il sistema di *e-commerce* più sviluppato al mondo (nel 2016 sono stati transati 672 miliardi di dollari, ossia il 40% del valore mondiale)¹⁸².

¹⁷⁶ CB insights, *The CB Insights Fintech 250*, 2017. <https://www.cbinsights.com/researchfintech250>

¹⁷⁷ Varga D., *Fintech, the new era of financial services*, in *Vezetéstudomány / Budapest Management Review*, 48 (11), 2017, pp. 22.

¹⁷⁸ Pwc, Netconsulting, *Le aziende del Fintech in Italia 2017*, in <https://www.pwc.com>.

¹⁷⁹ *Ibidem*.

¹⁸⁰ Pwc, Netconsulting, *Le aziende del Fintech in Italia 2017*, in <https://www.pwc.com>.

¹⁸¹ *Ibidem*.

¹⁸² *Ibidem*

–*InsurTech* (14%): nato dalla sintesi del mondo assicurativo con quello tecnologico, tale settore del *FinTech* è uno di quelli a maggiore crescita. In questo ambito, infatti, è stata colta l’opportunità derivante da un trend emergente: le polizze personalizzate e vendute tramite piattaforme online. Stando ad una recente ricerca¹⁸³, in tale settore, nel quale operano 974 società presenti in 53 Paesi, nei prossimi anni il giro d’affari è destinato a crescere del 34%, passando dai 175 miliardi di dollari del 2016 ai 235 del 2021¹⁸⁴.

–*RegTech* (9%): tale area, concentrata perlopiù negli Stati Uniti e nella Gran Bretagna, comprende aziende con vari modelli di business che offrono servizi, utilizzando tecnologie innovative, indirizzati di solito agli intermediari finanziari, che permettono a questi ultimi di adeguarsi facilmente e più rapidamente ai numerosi requisiti imposti dalla regolamentazione e di capire come le regolamentazioni possano essere utilizzate per rendere più efficienti le organizzazioni stesse.

–*Wealth Management* (7%): settore basato sulla relazione di fiducia tra *private banker* e cliente nel quale rientrano le soluzioni di *Robo Advisory*.

– *Digital Currencies* (6%): dove la *blockchain* ha permesso il diffondersi di numerose valute virtuali.

–*Startup* che svolgono attività in ambito *capital markets* (3%).

–*Crowdfunding* (2%)¹⁸⁵.

Rientrano dunque nel *FinTech* tutte le innovazioni tecnologiche che investono il settore finanziario. Ogni segmento del mercato in questione viene pertanto modificato nella sostanza e nella struttura dall’ingresso sia di *start-up* tecnologiche che dai giganti della tecnologia informatica e dei social media¹⁸⁶.

2.1.2 Investimenti *FinTech* realizzati in Italia

Il fenomeno *FinTech* in Italia, seppure conosca una fase di crescita, occupa ancora una posizione di netta inferiorità rispetto a molte altri Paesi, sia per numero di realtà costituite, che per mole di investimenti realizzati¹⁸⁷.

Prima di guardare agli investimenti ed alle aree di maggiore penetrazione delle *start-up FinTech* italiane, è utile soffermarsi su alcuni dati generali che l’*Osservatorio Fintech & Digital Finance 2017*

¹⁸³ Juniper Research, *Fintech Futures: Market Disruption, Leading Innovators & Emerging Opportunities 2016-2021*.

¹⁸⁴ Pwc, *Netconsulting... op. cit*

¹⁸⁵ *Ibidem*.

¹⁸⁶ Banca d’Italia, *Fintech in Italia. Indagine conoscitiva sull’adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, dicembre 2017, p. 10.

¹⁸⁷ Pwc, *Netconsulting... op. cit*.

del Polimi¹⁸⁸ ha presentato il 12 dicembre 2017 in occasione del convegno “*Fintech & Digital Finance: quale modello per l’Italia?*”.

La ricerca in oggetto ha stimato che, tra gli italiani, solo il 16% ha utilizzato almeno una volta servizi di finanza innovativa. La percentuale raddoppia (34%) però se vengono considerati soltanto i *Millennials*. Tra i maggiori utilizzatori vengono indicati gli uomini (59%) di età compresa fra 25 e 34 anni (31%) o fra 35 e 44 anni (39%), laureati (43%)¹⁸⁹. I servizi maggiormente utilizzati sono il *mobile payment* (15%), il *mobile wallet* (8%), la *strong authentication* (8%), i trasferimenti di denaro *peer-to-peer* (7%), il *trading* di criptovalute, le *chatbot* ed il *crowdfunding* (5%) ed, infine, il *robo advising* (1%).¹⁹⁰

Nonostante tale realtà, il fenomeno FinTech continua a crescere. Secondo i dati del Registro delle Imprese (aggiornato a maggio 2017), nel nostro Paese esistono oltre 7.200 start-up innovative, delle quali oltre 200 operano nel comparto FinTech¹⁹¹.

In particolare, i dati della ricerca Pwc e NetConsulting Cube, presentata il 2 maggio 2018 al convegno “*FinTech innovation – by Maker faire Rome*”¹⁹², spiega che tra le 235 *start-up* italiane che offrono prodotti e servizi legati al mondo finanziario, il 79% presenta una focalizzazione specifica sul FinTech. Tale percentuale, nello specifico, si scompone nel seguente modo:

- “Altro *crowdfunding*” (21%): tale area raggruppa tutte le piattaforme *crowdfunding*, sorte in Italia dal 2012, le quali raccolgono fondi per idee progettuali e si fondano su meccanismi di *reward* non “economica”. A questa categoria appartengono tanto quelle realtà che permettono una raccolta diffusa di capitali di finanziamento per realizzare nuovi prodotti e servizi (ad esempio *Eppela*); sia piattaforme di *donation*, nelle quali gli investitori non ricevono alcuna *reward* (ad esempio *Starteed*).
- *Wealth & Asset Management* (15%): di quest’area fanno parte le aziende specializzate in attività di *robo advisory & financial planning* (ad esempio *MoneyFarm*), ed anche gli *alternative investments*, ossia le realtà di *equity crowdfunding* (ad esempio *SiamoSoci*) nelle quali i finanziatori ottengono una quota del capitale di rischio¹⁹³.
- *Payment* (12%).
- *Lending* (9%).

¹⁸⁸ Osservatorio Fintech & Digital Finance della School of Management del Politecnico di Milano. *Fintech & Digital Finance: quale modello per l’Italia?*, 2017.

¹⁸⁹ *Ibidem*.

¹⁹⁰ *Ibidem*.

¹⁹¹ Pwc, *Netconsulting... op. cit*

¹⁹² *Ibidem*.

¹⁹³ Pwc, *Netconsulting...op. cit*.

- *Capital markets & Trading* (6%): tale area raggruppa le aziende che offrono tecnologie e soluzioni innovative a supporto delle attività di *trading* di professionisti e investitori privati.
- *Money management* (6%): tale ambito fa riferimento a tutte le soluzioni che supportano la gestione finanziaria di clienti *retail* (*personal financial planning*) e consentono di pianificare il risparmio e soluzioni di tesoreria per aziende di piccole e medie dimensione¹⁹⁴.
- *Insurtech* (9%): aziende indirizzate al settore *insurance* (ramo danni e vita) o alla digitalizzazione della rete agenziale.
- *Regtech* (1%): aziende orientate alla semplificazione e automatizzazione dei processi di adeguamento ai requisiti normativi¹⁹⁵.
- *Security* (6%) e *Tech pure* (15%): ambiti in cui si realizza un'offerta trasversale con applicabilità non esclusiva per il mondo finanziario¹⁹⁶.

In Italia l'investimento maggiore in ambito FinTech riguarda *MoneyFarm*, che complessivamente ha raccolto 16 milioni di euro, di cui 7 nel 2016.

Operazioni di un certo rilievo hanno inoltre riguardato: *Prestiamoci*, *Borsa del Credito* e *Sardex*. Esistono inoltre *FinTech* italiane, quali *Satispay* e *Smartika* che hanno raccolto capitali sia in Italia che all'estero¹⁹⁷.

2.2 La nascita della consulenza automatizzata

Tra le aree di cui si compone l'articolato sistema FinTech, quella che negli ultimi anni è stata maggiormente discussa a livello internazionale è la cosiddetta consulenza automatizzata¹⁹⁸.

Per una migliore comprensione delle caratteristiche proprie di questo genere di servizio è necessario soffermarsi, seppur brevemente, sul concetto più ampio di consulenza finanziaria. È così indicata quell'attività specificamente volta a supportare gli individui nel processo decisionale relativo alle scelte di investimento. Ciò vuol dire che una persona che intende investire il proprio patrimonio ha la possibilità di rivolgersi ad un professionista del settore, ossia un individuo che ritiene essere meglio informato, al fine di ottenere da lui consigli in merito all'utilizzo del proprio denaro. Scopo

¹⁹⁴ *Ibidem*.

¹⁹⁵ Pwc, *Netconsulting...* op. cit.

¹⁹⁶ *Ibidem*.

¹⁹⁷ *Ibidem*.

¹⁹⁸ *Ibidem*.

di queste consulenze, pertanto, è la possibilità di ottenere proposte di investimento che risultino coerenti con le proprie preferenze e con il proprio profilo di rischio¹⁹⁹.

Tale genere di servizio si suddivide idealmente in quattro fasi, in teoria sequenziali ma in pratica sovrapposte, che gravitano attorno all'obiettivo principale, quello di individuare un modo per allocare la liquidità del cliente:

- 1) analisi delle esigenze e degli obiettivi di investimento del cliente;
- 2) definizione di una strategia d'investimento in sintonia con le esigenze e i vincoli del cliente;
- 3) individuazione e valutazione dei singoli prodotti idonei a raggiungere gli obiettivi adeguati al profilo di rischio dell'investitore;
- 4) monitoraggio dei risultati e individuazione di eventuali interventi di ribilanciamento o modifica del portafoglio.

Da un punto di vista normativo abbiamo già fornito una distinzione tra la consulenza finanziaria generica e quella in materia di investimenti nel capitolo precedente. Quello che in questo contesto interessa analizzare non è l'aspetto normativo legato alla consulenza quanto piuttosto l'evoluzione che essa sta subendo ad opera dell'innovazione tecnologica.

La tecnologia infatti è riuscita a divenire parte integrante di un servizio che, così trasformato, ha la potenzialità di soddisfare meglio ed a costi più bassi tutti i clienti, a prescindere dalla dimensione del patrimonio finanziario di cui essi dispongono.

La consulenza finanziaria, infatti, si è evoluta costantemente nel corso degli ultimi cinquant'anni proprio in virtù dell'introduzione di tecnologie avanzate volte a facilitare e a rendere maggiormente sicure le negoziazioni nonché l'elaborazione delle transazioni e dei servizi di consulenza per gli investitori²⁰⁰.

All'interno dell'ecosistema di FinTech, dunque, si è sviluppato quel settore che solitamente viene indicato ricorrendo ad espressioni quali *robo-advisory*, *robo-advisors* o *digital advisors*²⁰¹.

Attività simili e anticipatorie di tali sistemi – di cui tra breve si specificheranno in dettaglio caratteristiche e funzionamento – possono individuarsi, storicamente: nel *trading* di titoli effettuato

¹⁹⁹ Pia P., *La consulenza finanziaria automatizzata*, Franco Angeli, Milano 2017, p. 11.

²⁰⁰ Schwinn R., Teo E., *Robots or Humans: Trends in Robo-Advisory Services and Social Online Trading*, Working paper, Sim Kee Boon Institute, 2017.

²⁰¹ Phoon K., Koh F., *Robo-Advisors and Wealth Management*, in *Institutional Investor Journals*, 14 agosto 2018, p. 79.

tramite telefonate tra i *broker* e i loro clienti; nella nascita delle reti di comunicazione elettronica, grazie all'introduzione di Instinet nel 1967 e NASDAQ nel 1971. Nel 1985, poi, con *Trade Plus* (1985) venne offerta una delle prime piattaforme di *trading* al dettaglio su *America Online* e *CompuServe*²⁰². Ad essa seguirono presto molte altre, come *TD Ameritrade*, le quali consentirono efficienza ed inclusione maggiori, incrementando la percentuale di cittadini americani proprietari di azioni²⁰³.

I primi *robo-advisor* sono stati introdotti dopo la crisi finanziaria globale del 2008, in un momento in cui gli investitori mostravano una preferenza per portafogli a basso rischio e per una gestione passiva degli investimenti.

In quel momento, dunque, le società di consulenza finanziaria automatizzata sperimentarono in poco tempo, elevati tassi di crescita, riscuotendo l'interesse di molteplici soggetti: gli investitori poco abituati a confrontarsi con un consulente finanziario tradizionale; le società di *venture capital* in qualità di finanziatori di *start-up* nella consulenza virtuale. Fecero seguito le grandi case di *asset management* e le grandi banche.

Le prime società a nascere sono state: Betterment (2008), Personal Capital e Motif (2009) e poi Wealthfront (2011)²⁰⁴. Nello stesso periodo, nel Regno Unito, nacque *Nutmeg* (2010). Il resto d'Europa, invece, è partito con un leggero ritardo, riuscendo però in seguito a recuperare un po' di terreno. Nel 2015, infatti, nella sola Svizzera a fine 2015 vi erano 35 *start-up* appartenenti al settore del *digital investing*, sebbene non tutte sul modello *robo*²⁰⁵. Attualmente in Germania, Olanda e Francia sono presenti diversi *robo advisors*: *Cashboard*, *Fincite*, *Vaamo*, *Liquid*, *Scalable Capital*, *Fundshop Yomoni*, *LesMeilleursFonds*, *Swaneste*.

In Italia, invece, la FinTech italiana di maggiore potenziale, vincitrice proprio nel 2015 del premio dell'OpenSummit di StartupItalia come migliore Fintech dell'anno è *MoneyFarm*²⁰⁶.

La consulenza automatizzata si sta inoltre diffondendo anche in Asia dove numerosi e importanti sono gli esponenti quali, ad esempio, *Securities* a Hong Kong, *Theo* e *WealthNavi* in Giappone, *ToumiRA*, *Xuanji*, *Baidu Gupiao*, *PingAn One*, *MiCai* e *Clipper Advisor* in Cina; *Bambu* a Singapore²⁰⁷.

²⁰² Phoon K., Koh F., 2018, op. cit., p. 79.

²⁰³ *Ibidem*.

²⁰⁴ Ferrari R., *L'era del Fintech. La rivoluzione digitale nei servizi finanziari*, Franco Angeli, Milano 2016, p. 5.

²⁰⁵ Ferrari R., 2016, op. cit., p. 78 e ss.

²⁰⁶ *Ibidem*.

²⁰⁷ Pia P. 2017, op. cit., p. 104.

Il mercato più grande, quanto a numero di *players* ed *asset under management* (AUM) rimane quello statunitense, il quale è molto frammentato e competitivo e vanta una tradizione più lunga di consulenti finanziari.

Negli ultimi anni, gestori patrimoniali consolidati e *broker* come *Charles Schwab*, *Vanguard*, *BlackRock*, *Goldman Sachs* e *Merrill Lynch* hanno anche sviluppato i propri *robo-advisor* per mantenere i vecchi clienti e acquisirne di nuovi²⁰⁸.

2.2.1 Definizione ed evoluzione dei *Robo Advisor*

Il termine *robo-advisor* fu utilizzato per la prima in un articolo del *Financial Planner Magazine* intitolato “*Robo-Advisor*”²⁰⁹ ma solo in un momento successivo furono individuate le principali caratteristiche che ne specificano la particolarità e che, in estrema sintesi, possono esser indicate come segue:

- processo automatizzato e modesto intervento umano;
- offerta *online*;
- sistema autonomo;
- richiesta di un preliminare questionario di profilazione;
- costruzione di un portafoglio in relazione al profilo e alle caratteristiche del cliente (tolleranza al rischio, età, idea generale di investimento), monitoraggio, ribilanciamento ed ottimizzazione fiscale²¹⁰.

Il termine “robo”, dunque, è utilizzato per sottolineare che la consulenza in oggetto è costruita su una serie di complessi algoritmi (basati sulla “*Modern Portfolio Theory*”) che, in un preciso momento, determinano la migliore composizione del portafoglio per il cliente, in relazione alla propensione al rischio ed ai obiettivi finanziari di quest’ultimo²¹¹.

Il *Sovereign Wealth Fund Institute* ha definito i *robo-advisors* come consulenti finanziari che forniscono una gestione del portafoglio basata sul *web* con un intervento umano inesistente, e che utilizzano algoritmi e formule²¹².

²⁰⁸ Phoon K., Koh F., 2018, *op. cit.*, p. 80.

²⁰⁹ Koreto R.J., *Robo-Advisor*, in *Financial Planner Magazine*, marzo 2002.

²¹⁰ Di Mascio A., 2018, *op. cit.*

²¹¹ Ferrari R., 2016, *op. cit.*, p. 78 e ss.

²¹² Sovereign Wealth Fund Institute, *Everyone Wants a Robo- Advisor, Right?*, August 27, 2015. <http://www.swfinstitute.org/swf-article/everyone-wants-a-robo-advisor-right-8461344/>

Più ristretta è invece la definizione fornita da Investopedia²¹³ secondo cui “*I robo-advisor sono piattaforme digitali che forniscono servizi di pianificazione finanziaria automatizzati e guidati da algoritmi con poca o nessuna supervisione umana. Un tipico robo-advisor raccoglie informazioni dai clienti sulla loro situazione finanziaria e sugli obiettivi futuri attraverso un sondaggio online, quindi utilizza i dati per offrire consulenza e/o investire automaticamente le risorse dei clienti.*”.

Generalmente, dunque, l’espressione “*robo advice*” allude ad uno spettro ampio e articolato comprendente fattispecie diverse che hanno quale comun denominatore il fatto di utilizzare piattaforme *online* basate su algoritmi e su moderne tecnologie, al fine di creare, gestire e controllare i portafogli di investimento da raccomandare agli investitori mediante processi di consulenza²¹⁴.

L’assenza di una definizione univoca riflette però l’esistenza di diversi modelli di *automated advice*, differenziati dal diverso grado di gestione passiva e dalla profondità dell’automazione del servizio²¹⁵.

In tutte le fattispecie che rientrano nel più ampio genere dei *robo advice*, infatti, il rapporto tra consumatore e *advisor* digitale può essere automatizzato, ma ciò può avvenire in parte o *in toto* ed essere o non essere integrato da una qualche forma di interazione umana²¹⁶.

Non tutti i *FinTech* che si occupano di finanza personale, dunque, possono essere classificati come *advisor robo* e non tutti i *robo advisors* sono puri *FinTech*.

Dal 2010 al 2017 il settore dei *robo-advisor* ha conosciuto delle rilevanti trasformazioni²¹⁷. Inizialmente, infatti, tali piattaforme furono introdotte come *start-up* private, mentre in seguito esse furono adottate anche da imprese e banche di investimento più affermate come *Vanguard* e *BlackRock*. Gli AUM dei *robo advisor* hanno raggiunto i 20 miliardi di dollari nel 2014, secondo la stima di *Fintech News Hong Kong*²¹⁸; i 100 miliardi nel 2015 secondo *BI Intelligence*²¹⁹. Con l’entrata e la successiva crescita di consulenti più grandi, come *Vanguard*, gli AUM sono inoltre arrivati al trilione di dollari negli USA, secondo Regan, per il quale nel 2020 solo i *robo-advisor* statunitensi

²¹³ Investopedia, *Robo-Advisor (Robo-Advisor) 2017*, in [http:// www.investopedia.com/terms/r/roboadvisor-roboadvisor.asp](http://www.investopedia.com/terms/r/roboadvisor-roboadvisor.asp)., trad. personale, citato in Phoon K., Koh F., 2018, *op. cit.*, p. 80.

²¹⁴ Paracampo M.T., 2018., *op. cit.*, p. 128.

²¹⁵ Sironi P., *FinTech Innovation: From Robo-Advisors to Goal Based Investing and Gamification*, John Wiley & Sons, Chichester UK 2016, p. 23.

²¹⁶ Paracampo M.T., 2018., *op. cit.*, p. 128

²¹⁷ Burnmark, *Digital Wealth*, April 20, 2017. <http://www.burnmark.com/wpcontent/uploads/2017/Burnmark%20Report%20April17.pdf>., citato in Phoon K., Koh F. 2018, *op. cit.*, p. 81

²¹⁸ Fintech News Hong Kong, *The Case for Robo-Advisory and Digital Wealth*, 2017. <http://fintechnews.hk/1037/various/case-robo-advisory-digital-wealth/>, citato in Phoon K., Koh F. 2018, *op. cit.*, p. 81

²¹⁹ BI Intelligence, *Forecast: Global Asset Under Management by Robo-Advisors*, 2015, in <https://static-ssl.businessinsider.com/image/57486d4f910584155c8c55e1-960/forecast%20global%20assets%20under%20management.png>

raggiungeranno 2,2 trilioni di dollari²²⁰. In linea generale comunque dal 2016 gli investimenti realizzati in 68 *start-up* di *robo-advisor* hanno raggiunto 1,7 miliardi di dollari dei quali gli Stati Uniti possiedono una quota del 63%²²¹.

Il punto di forza di questo particolare settore del FinTech consiste nell'obiettivo che si è posto nel prestare tale servizio: colmare il gap consulenziale presente sul mercato rendendo dunque rendendo più accessibile ed a costi contenuti un servizio precluso dai canali tradizionali, poiché perlopiù ad appannaggio della clientela *private*²²².

Come si legge nella letteratura specializzata, dunque i *robo advisor* rispondono “*ad un tentativo di “democratizzazione” del servizio di consulenza, sorretto dal duplice obiettivo di ampliarne la platea dei destinatari e di favorire l’inclusione finanziaria di soggetti considerati unbanked soddisfacendo nel contempo le esigenze proprie delle nuove generazioni (millennials) in un mercato dalle fattezze sempre più digitali*”²²³.

Le *fee* applicate alla clientela sono, oltre che estremamente trasparenti, anche più convenienti rispetto alla consulenza tradizionale.

Le piattaforme di *robo-advise* forniscono ai clienti un rapido accesso ai loro *account* su applicazioni *smartphone* e siti *web* di facile utilizzo²²⁴. I clienti, inoltre, possono apportare modifiche ai loro portafogli ogni volta che lo desiderano e ricalibrare i loro investimenti in modo flessibile. Se ad esempio, essi vogliono cambiare i loro contributi di portafoglio o incassare i propri investimenti, esiste la possibilità di inserire facilmente nuove informazioni nella piattaforma di robo-consulenza. I clienti possono persino ricalibrare le loro preferenze dichiarate e quindi riallocare gli *asset* e cambiare composizione del portafoglio se necessario²²⁵.

Quanto ai costi, come si avrà modo di spiegare in seguito, i portafogli che vengono costruiti mediante le piattaforme dei *robo advisor* sono costituiti da ETF (*Exchange Trade Funds*), i quali risultano in partenza meno cari dei fondi comuni di investimento²²⁶.

²²⁰ Regan M.P., *Robo-Advisors to Run \$2 Trillion by 2020 if This Model Is Right*, June 18, 2015. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-18/robo-advisors-to-run-2-trillion-by-2020-if-this-model-is-right>.

²²¹ CB Insights, *A Wealth Tech World.*, 2017. https://www.cbinsights.com/blog/robo-advisor-global-fintech-map/?utm_source=CB+Insights+Newsletter&utm_campaign=a4ff976030-MonNL_4_24_2017&utm_medium=email&utm_term=0_9dc0513989-a4ff976030-88766985, citato in Phoon K., Koh F. 2018, *op. cit.*, p. 81

²²² Paracampo M.T., 2018, *op. cit.*, p. 128.

²²³ *Ibidem.*

²²⁴ Orçun Kaya, *Robo-advice. A true innovation in asset management*, 10 agosto 2017, Jan Schilbach, Deutsche Bank Research

²²⁵ *Ibidem.*

²²⁶ Ferrari R. 2016, *op. cit.*, p. 78.

Il *pricing* applicato di norma alle reti fisiche di consulenza finanziaria risulta più opaco, attraverso il meccanismo delle retrocessioni delle case di *asset management*, ma soprattutto più caro complessivamente indicativamente tra l'1% e il 2% annuo e presuppone l'applicazione di eventuali commissioni aggiuntive di performance, di ingresso, ecc.²²⁷

A ciò si aggiunga che di norma i *robo advisor* forniscono servizi di ribilanciamento automatico, ottimizzazione fiscale e, a volte anche, di *financial planning*, come nel caso di portafogli mirati al pensionamento²²⁸.

Con queste premesse e in considerazione dei 70 trilioni in *asset management* e la previsione di crescita del mercato di *wealth management*, ne deriva la forte attrattività del settore di *Fintech* in oggetto. Secondo alcuni studiosi la battaglia competitiva si intensificherà man mano che prenderanno piede l'alfabetizzazione digitale e la conoscenza delle nuove piattaforme digitali dei clienti *affluent* (quelli che dispongono di un patrimonio di media dimensione, tra 100mila e 500 mila euro) e dei *HNWI (High Net Worth Individuals)*, insieme ad una richiesta di servizi maggiormente trasparenti (in termini di costi e risultati), remunerati e facilmente accessibili²²⁹.

2.3 Funzionamento

2.3.1 Profilazione del cliente

Il principio generale che descrive il funzionamento di un servizio di *robo-advice* è quello di minimizzare o eliminare del tutto l'intervento umano, utilizzando strumenti tecnologici e algoritmi così da individuare le strategie ottimali per ciascun cliente.

Un tipico processo di consulenza automatizzata prevede il succedersi di tre passaggi: profilazione iniziale degli investitori; implementazione di strategie di investimento; monitoraggio e valutazione di queste ultime.

Con i *robo advisor* la profilazione dell'investitore, condotta tradizionalmente durante le interviste di persona e mediante interazione bilaterale, è sostituita da un questionario *online*²³⁰ che, in modo simile a quanto accade con la profilatura MiFID (essendo assoggettata anche la consulenza automatizzata), attraverso poche domande, al massimo 15, intende identificare gli obiettivi finanziari

²²⁷ *Ibidem.*

²²⁸ Ferrari R. 2016, *op. cit.*, p. 78.

²²⁹ *Ibidem.*

²³⁰ Jung D., Dorner V., Glaser F., Morana S., *Robo-Advisory: Digitalization and Automation of Financial Advisory*, in *Business & Information Systems Engineering*, 60, 2018.

dei clienti, gli orizzonti di investimento e la tolleranza al rischio. Sulla base dei dati forniti relativamente alla fascia d'età, propensione al rischio, patrimonio da investire, orizzonte temporale, esperienza da investitori e obiettivi, dunque, il programma algoritmico propone un modello di portafoglio personalizzato per gli investimenti del cliente.

Soffermiamoci brevemente su un concetto fondamentale: la propensione al rischio. La profilazione del rischio è parte estremamente importante della consulenza finanziaria, in generale così come di quella automatizzata, nello specifico. Rispetto al questionario tradizionale quello *online* offre degli indubbi vantaggi. Innanzitutto l'*onboarding online* dei clienti è relativamente semplice e richiede meno tempo rispetto ai metodi tradizionali che possono risultare eccessivamente amministrativi, contenendo richieste ripetitive di dati e ampie pratiche burocratiche²³¹.

Con i *robo advisor*, invece, la creazione di un *robo-portfolio* è un processo semplice che, in genere, richiede meno di 15 minuti. Gli investitori possono caricare i documenti pertinenti *online* e, allo stesso modo, fornire i dettagli del loro conto bancario per i trasferimenti, così da iniziare a investire immediatamente.

A ciò si aggiunga che, in un ambiente *online*, i clienti sono in grado di valutare e modificare le proprie priorità di investimento in modo più flessibile. Con questo strumento, infatti, essi non sono costretti a contattare o visitare il proprio consulente onde apportare modifiche ai propri portafogli, ma, piuttosto facilmente, possono regolare l'importo depositato, sospendere i contributi o incassare i loro investimenti. Gli investitori hanno la possibilità di aggiornare alcune delle risposte al questionario, quali loro tolleranza al rischio e le aspettative di rendimento.

Secondo alcuni²³², però, tali questionari *online* non sono privi di lacune. Essi, innanzitutto, generano informazioni di base sui clienti senza una panoramica completa della situazione finanziaria dell'utente. Non sono prese in considerazione, infatti, aspetti, quali, ad esempio, altre potenziali fonti di ricchezza e spese mensili dettagliate, informazioni, queste, di cui invece un'accurata pianificazione finanziaria dovrebbe tenere in debita considerazione²³³.

In secondo luogo i questionari standardizzati potrebbero risultare limitati ed eccessivamente semplici. Tra due investitori che intendono ottenere risparmi precauzionali, ad esempio, uno potrebbe avere in mente uno *shock* potenziale sul reddito da lavoro, mentre l'altro potrebbe voler risparmiare per i rischi relativi alla salute ed alle spese che questi implicano. Il rischio del questionario *online* è

²³¹ Orçun Kaya 2017, *op. cit.*

²³² Orçun Kaya 2017, *op. cit.*

²³³ *Ibidem.*

trattare allo stesso identico modo entrambi gli investitori, così da costruire un portafoglio uguale a clienti che, invece, hanno obiettivi di risparmio potenzialmente diversi²³⁴.

In terzo luogo, i questionari assumono *ex ante* che gli investitori con caratteristiche di base simili risponderanno a domande soggettive in modo simile. Tuttavia, le risposte soggettive degli individui possono implicare ciò che viene definito “response bias” (la tendenza di una persona a rispondere a domande su un’indagine in modo non veritiero), che potrebbe essere fuorviante per l’algoritmo.

Una problematica di questo tipo potrebbe ridursi al minimo utilizzando questionari molto più lunghi e più dettagliati. Una soluzione di tale genere, però, darebbe luogo ad un’ulteriore lacuna: la potenziale inesattezza delle risposte in un questionario online a causa della perdita di concentrazione o attenzione da parte degli intervistati. È molto difficile controllare se un potenziale cliente è negligente o se è troppo impaziente per rispondere a un lungo questionario online.²³⁵ Per migliorare l’*onboarding* dei clienti digitali potrebbero rivelarsi utili i servizi ibridi, i quali combinano le funzionalità del *robo-advice* con i consigli finanziari tradizionali²³⁶.

2.3.2 Costruzione dei portafogli di investimento

I *robo-advisors* utilizzano quasi esclusivamente strumenti di investimento passivi, che assicurano ampia diversificazione dei portafogli, con poche ed economiche operazioni d’investimento, diversamente dalla consulenza tradizionale, che, invece, formula raccomandazioni su un’ampia gamma di strumenti finanziari ma generalmente più onerosi e talvolta più complessi²³⁷.

Gli ETF (Exchange Traded Funds), che negli ultimi anni sono divenuti sempre più popolari, hanno caratteristiche redditizie e vantaggiose per le strategie di consulenza automatizzata. Grazie al loro basso costo ed all’efficienza operativa che li contraddistingue, essi sono infatti i principali strumenti di investimento utilizzati nelle proposte dei *robo-advisor*²³⁸.

Si tratta, in sintesi, di panieri di titoli scambiabili sul mercato durante le sessioni di negoziazione e che diversamente dai comuni fondi di investimento, adottano un approccio di investimento passivo, privo di dinamismo e finalizzato alla replica del rendimento di mercato, risultando meno costosi da

²³⁴ *Ibidem*.

²³⁵ *Ibidem*.

²³⁶ *Ibidem*.

²³⁷ Pia P. 2018, op. cit., p. 40

²³⁸ Orçun Kaya, *Robo-advice – a true innovation in asset management*, 10 agosto 2017, Jan Schilbach, Deutsche Bank Research

gestire. Il loro obiettivo è solamene quello di replicare la performance dell'indice *benchmark*²³⁹ al quale si riferiscono, e quindi essi non richiedono alcun processo decisionale e di selezione attivo da parte dei gestori di portafoglio per quanto riguarda la selezione e l'allocazione dei fondi²⁴⁰.

Non tutti gli ETF sono però ugualmente adatti per i portafogli costruiti dai *robo advisor*. In effetti, il mercato di tali fondi è molto eterogeneo e sta anche crescendo rapidamente. Ad esempio, solo negli Stati Uniti, il totale delle masse gestite degli ETF è salito a circa 2.500 miliardi di dollari nel 2016 (rispetto ai 423 miliardi di del 2006). Nel 2016 erano oltre 1.700 gli ETF quotati sulle borse statunitensi, mentre nel 2003 erano solamente 120.

Gli ETF più comuni sono quelli che tracciano gli indici locali del mercato azionario. Esistono inoltre: ETF specializzati, che offrono esposizione a settori specifici o a mercati delle materie prime; ETF costituiti da derivati di borsa come *futures*, contratti a termine e opzioni; ETF obbligazionari che investono in obbligazioni societarie e sovrane.

Gli investitori che hanno un orizzonte di investimento breve e sono pronti ad accettare più rischi per rendimenti più elevati possono rivolgersi a ETF *leveraged*, che amplificano i rendimenti fornendo esposizione a strumenti derivati. Esistono anche prodotti ibridi che combinano le caratteristiche dei fondi comuni di investimento e degli ETF tradizionali (ETF a gestione attiva)

Nel selezionare dal grande universo di ETF investibili, i robo-advisor di solito seguono un approccio *top-down* escludendo, innanzitutto, gli ETF *leveraged*, gli ETF che non sono abbastanza diversificati o che forniscono una copertura di nicchia (ad esempio concentrandosi solo su un singolo paese emergente).

Anche gli ETF che hanno una storia breve e una liquidità di mercato insufficiente sono scartati: è difficile calcolare le volatilità e le correlazioni in modo sufficientemente accurato da applicare le procedure di ottimizzazione. Inoltre, per un ETF a bassa liquidità, i *bid-ask spread*²⁴¹ potrebbero essere troppo ampi per consentire un ribilanciamento a basso costo. Infine, vengono esclusi dal campione investibile anche gli ETF che hanno registrato persistentemente *performance* scarse rispetto al mercato.²⁴²

²³⁹ Per indice benchmark si intende un parametro oggettivo, di solito rappresentante l'andamento di una categoria di fondi, preso a riferimento per comparare i risultati della gestione dei singoli fondi attivi.

²⁴⁰ Jung D., Dorner V., Glaser F., Morana S., *Robo-Advisory: Digitalization and Automation of Financial Advisory*, in *Business & Information Systems Engineering*, 60, 2018

²⁴¹ La differenza tra il prezzo a cui l'intermediario è disposto a comprare titoli da terzi soggetti e il prezzo a cui l'intermediario è disposto a vendere titoli.

²⁴² Orçun Kaya 2017, *op. cit.*

Secondo l'approccio *top down* viene innanzitutto definita l'asset allocation strategica, ossia la struttura che il portafoglio dovrà mantenere per l'*holding period*²⁴³ stabilito in termini di tipologia di attività e relativo peso, l'eventuale asset allocation tattica, che consiste nella valutazione dell'andamento delle variabili reali ed economico-finanziarie al fine di sfruttare temporanee fasi del mercato, e si conclude con lo stock picking, ossia la selezione dei singoli titoli.

2.3.3 *Asset allocation e ribilanciamento automatico*

Per l'individuazione di ETF specifici, i *robo-advisors* solitamente utilizzano algoritmi basati sull'approccio media-varianza di Markowitz.

In pratica vengono utilizzate la volatilità, i rendimenti attesi e le correlazioni di un intervallo di classi di attività come parametri di *input* al fine di creare un portafoglio a rendimento massimo e varianza minima. La varianza dei rendimenti funge da *proxy* del rischio.

Le serie storiche vengono utilizzate per stimare i parametri dell'ottimizzazione media varianza e per creare portafogli efficienti in termini di rischio/rendimento.

Per assicurare che il rischio complessivo del portafoglio non aumenti, un passaggio cruciale nei servizi di *robo-advisory* consiste nel monitorare regolarmente i portafogli e provvedere al ribilanciamento degli stessi con l'obiettivo di mantenere inalterata l'*asset location* strategica, ossia tenere costante il peso della componente rischiosa del portafoglio che, in assenza di intervento, tende a variare in misura direttamente proporzionale alla variazione di prezzo²⁴⁴.

Le strategie di ribilanciamento si basano sui concetti di tempo e di soglia nonché su una combinazione tra i due. Le prime sono quelle che ribilanciano i portafogli con regolarità settimanale, mensile, trimestrale o annuale. Le seconde riequilibrano i portafogli quando essi si discostano per una percentuale minima predeterminata da determinati obiettivi²⁴⁵. Se dunque l'investitore supera la propria esposizione ideale per effetto di guadagni, l'algoritmo del *robo advisor* ribilancia l'utile sugli ETF che hanno subito perdite nel corso dello stesso periodo, per mantenere lo stesso livello di rischio sul portafoglio nel tempo.

Altri fattori determinanti per il ribilanciamento e l'asset allocation sono il cd. *tax loss harvesting*²⁴⁶, ossia un meccanismo di compensazione ed arbitraggio fiscale che permette a tali

²⁴³ L'orizzonte temporale di riferimento per le proprie scelte di investimento

²⁴⁴ Pia P. 2018, *op. cit.*, p. 162.

²⁴⁵ Orçun Kaya 2017, *op. cit.*

²⁴⁶ Cfr. Wealthfront, *Tax Loss Harvesting White Paper*, 2013; Betterment, *Tax Loss Harvesting White Paper*, 2013.

algoritmi di migliorare le performance del portafoglio, ed il confronto dei costi associati a ciascuno strumento scelto.

2.4 Modelli: D2c, B2b, hybrid advisory

Tra i servizi di consulenza automatizzata oggi in uso è possibile individuare almeno tre modelli, principalmente distinti sulla base del grado di automazione esistente²⁴⁷.

- a) *Pure Robo-advice* (D2C – *Direct to Consumer*): in questo modello l'automazione caratterizza ogni fase del processo di fruizione del servizio²⁴⁸ ed i clienti possono investire in maniera autonoma il proprio denaro. Adottano questo modello i principali *players* del segmento come, ad esempio, *Wealthfront*, *Betterment* e *Nutmeg*. A tale segmento, inoltre, si sono rivolti anche i primi modelli di *robo-advisory* lanciati in Italia (es. *MoneyFarm*).
- b) *Robo advisor* B2B, ossia *business to business*: tale modello pone gli strumenti automatizzati a supporto dell'*advisor* o del *private banker* per ottimizzarne e supportarne l'attività di consulenza.
- c) *Hybrid robo-advisor*: tale modello combina l'elemento umano e l'elemento digitale in una o più fasi del processo. Il servizio puramente digitale, infatti, viene spesso affiancato da un servizio più propriamente "fisico" ricorrendo a due diversi canali: un supporto umano da remoto al cliente, durante l'utilizzo della piattaforma digitale; una proposta di *premium*, la preveda anche il supporto fisico del consulente finanziario²⁴⁹. Nel 2015, ad esempio, l'americana *Schwab* ha lanciato lo "*Schwab Intelligent Portfolios*", un programma di consulenza sugli investimenti online basato su un modello robo advisory a commissioni zero, con portafogli in ETF. Ciò è andato ad aggiungersi al *managed portfolio* in cui il cliente riceve anche una consulenza fisica. Analogamente, *Vanguard* nel 2015, ha sviluppato una propria rete di *financial advisor* presentando così sul mercato una propria offerta ibrida²⁵⁰.

Stando ad alcuni studiosi del settore, il modello ibrido tenderà a imporsi nei prossimi anni proprio in ragione delle scelte operate dagli *incumbent*, come *Schwab* e *Vanguard*, in grado di rispondere alle trasformazioni della consulenza finanziaria molto più velocemente di quanto le banche, nel segmento del lending, non stiano facendo di fronte allo *small business*²⁵¹.

²⁴⁷ Giorgi M., 2018, *op. cit.*, p. 3

²⁴⁸ *Ibidem*.

²⁴⁹ Ferrari R., 2016, *op. cit.*, p. 78 e ss.

²⁵⁰ *Ibidem*.

²⁵¹ Ferrari R., 2016, *op. cit.*, p. 78 e ss

La scelta di affidarsi ad un consulente fisico o ad uno automatizzato e tra questi scegliere tra uno dei modelli esistenti, risponde esclusivamente alle inclinazioni attitudinali del cliente nonché alla natura delle esigenze che questi intende soddisfare²⁵².

2.5 La Regolamentazione

In considerazione della rapida crescita dei volumi gestiti la questione giuridica dei *robo advisor* sta diventando sempre più attuale²⁵³.

In realtà il fenomeno in oggetto ha diviso gli ambienti finanziari dove, accanto a coloro che lo hanno considerato come la vera e propria nuova frontiera della consulenza, si sono posti i detrattori, spinti dalla preoccupazione per l'impatto *disruptive* sul sistema dell'intermediazione finanziaria determinato dall'innovazione tecnologica ed anche dal ricorso crescente agli *automated advice tool*²⁵⁴.

Le preoccupazioni hanno riguardato in modo particolare l'ingresso nel mercato di *start-up* ed imprese *FinTech* spesso non sottoposte ad una vera regolamentazione o a controllo e che operano in competizione con le imprese tradizionali²⁵⁵.

Quando si parla di *robo advisor*, lo sappiamo, il riferimento ultimo è a degli algoritmi. Ciononostante è indubbio che il loro utilizzo necessiti di una regolamentazione²⁵⁶.

Negli ultimi anni, dunque, è aumentata l'attenzione delle autorità europee, interessate a salvaguardare la tutela del consumatore. A tale scopo, dal 2015 è stato avviato un processo esplorativo²⁵⁷ del tema in oggetto con il fine di comprendere meglio le caratteristiche proprie della *robo advisory* nella duplice ottica dei potenziali benefici e degli eventuali rischi ad esso associati, e con l'attento scrupolo di considerare sia il punto di vista del consumatore che quello delle istituzioni creditizie²⁵⁸.

L'impegno assunto era quello di intervenire qualora l'indagine avesse evidenziato eventuali rischi, proponendo una risposta di tipo regolamentare o di altra natura. Al termine della consultazione, però, le autorità europee non hanno assunto alcuna drastica o rivoluzionaria posizione e si sono pertanto

²⁵² Pia P. 2018, *op. cit.*, p. 201.

²⁵³ Di Mascio A., 2018, *op. cit.*,

²⁵⁴ Paracampo M.T., 2017, p. 130.

²⁵⁵ *Ibidem*.

²⁵⁶ Di Mascio A., 2018, *op. cit.*

²⁵⁷ L'impegno a verificare l'uso di *automated advice tools* ha condotto alla pubblicazione, il 4 dicembre del 2015, del Discussion Paper on automation in financial advice (JC 2015 080 – 4 dicembre 2015) cui, dopo un anno, ha fatto seguito il Report finale: Report (Esas – Joint Committee) on automation in financial advice (16 dicembre 2016).

²⁵⁸ Paracampo M.T. 2018., *op. cit.*, p. 134.

astenute da un intervento regolamentare supplementare. Ne consegue che la normativa vigente trova applicazione al servizio prestato, a prescindere dal mezzo utilizzato²⁵⁹.

Il riferimento fondamentale in tal senso è la direttiva MiFID II (2014/65/UE), discussa nel capitolo precedente, che persegue, tra i tanti obiettivi quello della massima armonizzazione così da «*riconduurre più facilmente le norme e l'operatività dei mercati finanziari europei all'interno in un quadro giuridico e regolamentare comune a tutte le piazze comunitarie*»²⁶⁰.

Riassumendo, le innovazioni introdotte dalla MiFID II intervengono su due fronti del servizio della consulenza automatizzata:

- Fronte del consulente: viene richiesta una qualifica idonea ed una esperienza adeguata, e vengono imposte regole più restrittive in tema di *inducement* (articolo 11 direttiva 2017/ 593);
- Fronte del cliente: alla base del servizio di consulenza è posta la tutela dell'investitore rappresentato dalla valutazione di adeguatezza. Tale valutazione si fonda innanzitutto su una profilatura più ampia del cliente e, dunque, sulla raccolta di una serie di informazioni relative alle sue conoscenze ed esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo di specifico di prodotto o servizio, alla sua situazione finanziaria, ai suoi obiettivi di investimento ed infine alla sua tolleranza al rischio.

Nel 2018 l'ESMA ha pubblicato il *Final Report*²⁶¹ recante le linee guida in tema di adeguatezza dove vengono specificati gli obblighi spettanti agli *asset manager* ed ai consulenti al momento della presentazione di un prodotto finanziario sul mercato.

Tale report, da una parte, tenta di aggiornare le linee guida già adottate dall'*Authority* nel 2012²⁶², dall'altra intende estendere l'ambito applicativo di queste ultime alla consulenza finanziaria automatizzata.

Quanto a quest'ultimo aspetto, nello specifico, l'ESMA ha inteso inserire l'operatività dei *robo advice* nella disciplina di Mifid II, proponendo delle linee guida che vanno ad integrare le già vigenti disposizioni normative le quali, come detto precedentemente, trovano applicazione a prescindere dal mezzo utilizzato per la prestazione del servizio²⁶³.

L'*Authority* ha innanzitutto precisato che tali linee guida sono rivolte a tutte le imprese fornitrici di servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafoglio, indipendentemente dai

²⁵⁹ Paracampo M.T. 2018., *op. cit.*, p. 135

²⁶⁰ *Ibidem*.

²⁶¹ *Final Report. Guidelines on certain aspects of the MIFID II suitability requirements* (ESMA35-43-869/28 May 2018)

²⁶² ESMA/2012/387 - 21 August 2012.

²⁶³ Secondo il principio di neutralità tecnologica seguito dalle autorità.

mezzi di comunicazione utilizzati con i clienti. Devono pertanto attenersi all'applicazione di tali *guidelines* anche i *tools* che non si interfacciano affatto con il cliente, poiché l'impresa deve assicurarsi che ogni sistema algoritmico e strumento usato per valutare l'adeguatezza siano adatti allo scopo e in linea con le obbligazioni rilevanti e con le linee guida stesse²⁶⁴.

L'Esma, inizialmente, aveva inteso dettare disposizioni aggiuntive alla Mifid II per i servizi di *robo advice*, attraverso le *guidelines*, così di fatto aumentando da una parte gli obblighi operativi in capo alle imprese che prestavano il servizio di consulenza per mezzo di un algoritmo e allo stesso tempo chiarendo l'inquadramento regolamentare di tale fattispecie. Tuttavia, successivamente, l'Autorità è tornata sui propri passi, stabilendo di non voler introdurre requisiti aggiuntivi ma piuttosto di richiedere requisiti organizzativi a queste imprese finalizzati alla corretta e trasparente gestione e governo degli algoritmi attraverso cui si presta il servizio.

In particolare l'ESMA, consapevole dei potenziali rischi a cui possono essere esposti gli investitori che si affidano ai consigli di un robo advisor, ha identificato tre aree principali nelle quali emergono specifiche esigenze di protezione: la qualità e le modalità di erogazione delle informazioni fornite ai clienti; la valutazione dell'idoneità all'uso del questionario online, laddove esso preveda una interazione limitata o del tutto assente dell' interazione umana; gli accordi organizzativi che le aziende dovrebbero implementare quando forniscono consulenza automatizzata.

a) Obblighi informativi:

L 'Authority ha stabilito che le informazioni da trasmettere al cliente dovrebbero includere:

- un'illustrazione chiara del grado e dell'estensione del coinvolgimento umano;
- la precisazione in merito al fatto che le risposte dei clienti avranno un impatto nella determinazione dell'adeguatezza delle decisioni di investimento raccomandate o assunte per conto dei clienti medesimi;
- una decisione delle fonti informative utilizzate per generare consulenza di investimento o per la gestione del portafoglio;
- avvertenza circa modi e tempi di aggiornamento delle informazioni del cliente in merito alla sua situazione finanziaria, alle sue circostanze personali, ecc.

b) Profilatura e questionario²⁶⁵:

²⁶⁴ M.T. Paracampo 2018, *op. cit.*

²⁶⁵ M.T. Paracampo 2018, *op. cit.*, p. 12

Le imprese dovrebbero conformare i loro questionari *online* così da poter raccogliere le informazioni necessarie circa gli investitori. Poiché con i *robo advisor* l'interazione umana è ridotta al massimo o totalmente assente, diventa necessario capire se:

- le informazioni raccolte mediante il questionario *online* consentano all'impresa di comprendere l'adeguatezza della consulenza fornita ai clienti;
- le domande del questionario siano sufficientemente chiare e se il questionario stesso sia strutturato in modo tale da fornire ulteriori esempi ai clienti laddove ciò risulti necessario;
- se una forma di interazione umana è disponibile per i clienti nel momento in cui rispondono al questionario *online*;
- se sono stati inseriti ulteriori passaggi onde verificare risposte contraddittorie del cliente.

c) Requisiti organizzativi:

Accogliendo alcune osservazioni poste nel corso della consultazione, il testo finale delle *guidelines* focalizza l'attenzione sulla *governance* degli algoritmi piuttosto che sulla relativa trasparenza nei confronti del cliente. Quel che interessa all'*Authority*, in ultima istanza, è dunque favorire una maggiore efficacia attraverso la definizione di un comune approccio europeo e l'individuazione di *good practices* utili per la supervisione. Viene perciò chiesto alle imprese che utilizzano sistemi automatizzati, di monitorare e testare gli algoritmi per garantire l'adeguatezza delle transazioni già a partire dalla fase di *design* degli algoritmi stessi²⁶⁶. A tale scopo dunque le imprese dovrebbero:

- predisporre una documentazione adeguata sulla struttura degli algoritmi la quale illustri in modo chiaro la finalità, lo scopo e la struttura degli stessi;
- disporre di una strategia di test documentata che spieghi l'ambito del test sugli algoritmi e ne illustri tutti i risultati;
- implementare *policies* adeguate per la gestione e modifica degli algoritmi;
- revisionare e aggiornare gli algoritmi così da riflettere cambiamenti importanti (di mercato o di legge) che possono influenzarne l'efficacia;
- avviare *policies* e procedure capaci di individuare errori presenti all'interno dell'algoritmo;
- disporre di risorse, sia umane che tecnologiche, sufficienti a monitorare e supervisionare la performance degli algoritmi;
- disporre di un processo di verifica adeguato in merito all'adempimento di determinati steps²⁶⁷.

²⁶⁶ M.T. Paracampo 2018, *op. cit.*, p. 13

²⁶⁷ *Ivi*, pp. 13-14.

CAPITOLO TERZO

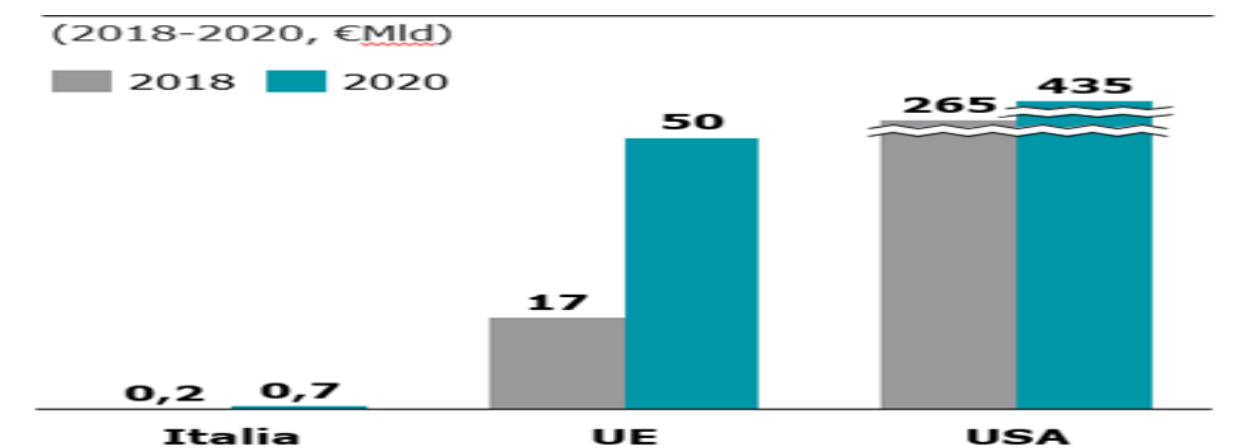
LO SCARSO SVILUPPO DELLA ROBO ADVISORY IN ITALIA

L'obiettivo del presente capitolo è quello di analizzare le cause dello scarso sviluppo della *robo advisory* in Italia. Attraverso la disamina dei caratteri distintivi del Nostro Paese ed il confronto con quelli dei paesi in cui tale servizio ha ormai preso piede già da tempo, si cercherà di giustificare un tale ritardo nell'evoluzione della consulenza finanziaria. Dapprima verranno analizzati la *financial literacy* e le abitudini di investimento degli italiani, come elementi chiave per lo sviluppo del settore, poi le attitudini al cambiamento e all'innovazione degli stessi, in qualità di fattori necessari per la digitalizzazione dei servizi finanziari.

3.1 Il principale ostacolo: la *financial literacy*

Come visto nel capitolo precedente in Italia la *robo advisory* non ha avuto lo stesso successo come in altri Paesi. La figura 1 mostra come le masse gestite in Italia siano significativamente inferiori alla media europea, che ammonta a 17 miliardi, e a quella Americana, che secondo le previsioni di PWC oltrepasserà il trilione nel 2022.

Figura 1: Confronto masse gestite dai Robo Advisors



Fonte: FinRiskAlert

La motivazione di un tale ritardo nell'adozione di un servizio tanto innovativo quanto utile per i risparmiatori è da ricercare, secondo Mauro Panebianco, partner di PWC ed esperto del settore di Wealth Management, nel basso livello di istruzione finanziaria degli italiani.²⁶⁸

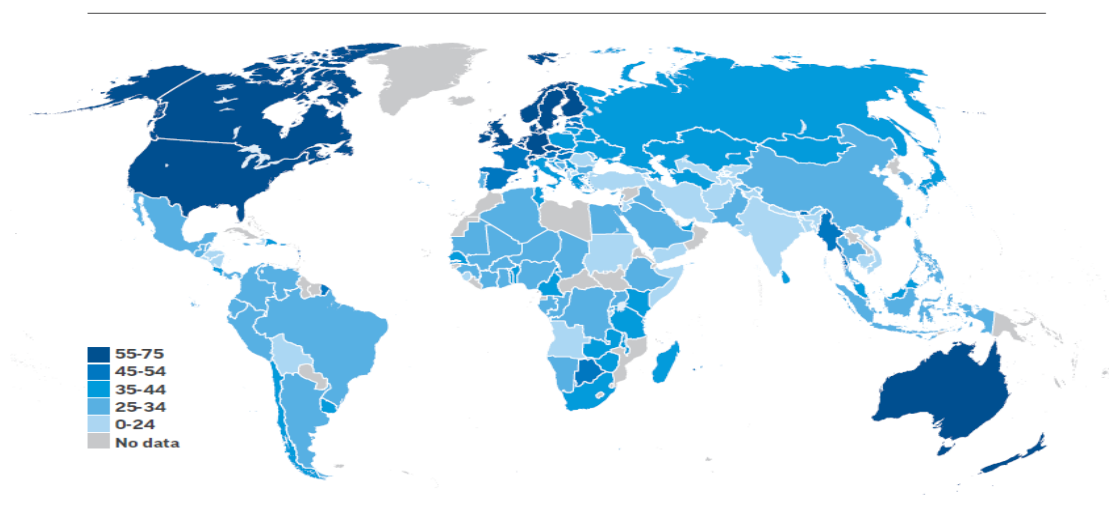
²⁶⁸ Vitaliano D'angerio, *Il Robo-advisor non sfonda: manca cultura finanziaria*, Sole24Ore, Febbraio 2018.

3.1.1 I dati e le statistiche Internazionali

L'educazione finanziaria, secondo l'OCSE, è “il processo attraverso il quale consumatori e investitori migliorano le proprie capacità cognitive circa prodotti, concetti e rischi in ambito finanziario e, grazie a informazioni, istruzione e/o consigli imparziali, sviluppano le abilità e la fiducia nelle proprie capacità per diventare maggiormente consapevoli delle opportunità e dei rischi finanziari, per fare scelte informate, per sapere dove andare in caso di necessità e per intraprendere altre iniziative efficaci per migliorare il proprio benessere finanziario”²⁶⁹.

Secondo le principali statistiche internazionali sulla *financial literacy*, infatti, l'Italia non ricopre mai le prime posizioni internazionali ed europee, anzi a livello europeo si posiziona ben al di sotto della media. La S&P Global FinLit Survey risalente al 2015, indagine condotta da Standard & Poor su più di 140 paesi per misurare il livello di alfabetizzazione finanziaria nel mondo, mostra (vedi la figura 2) come solo il 30% degli italiani, in media, può ritenersi finanziariamente educato.²⁷⁰

Figura 2: Percentuale di persone adulte che sono finanziariamente educate nel mondo



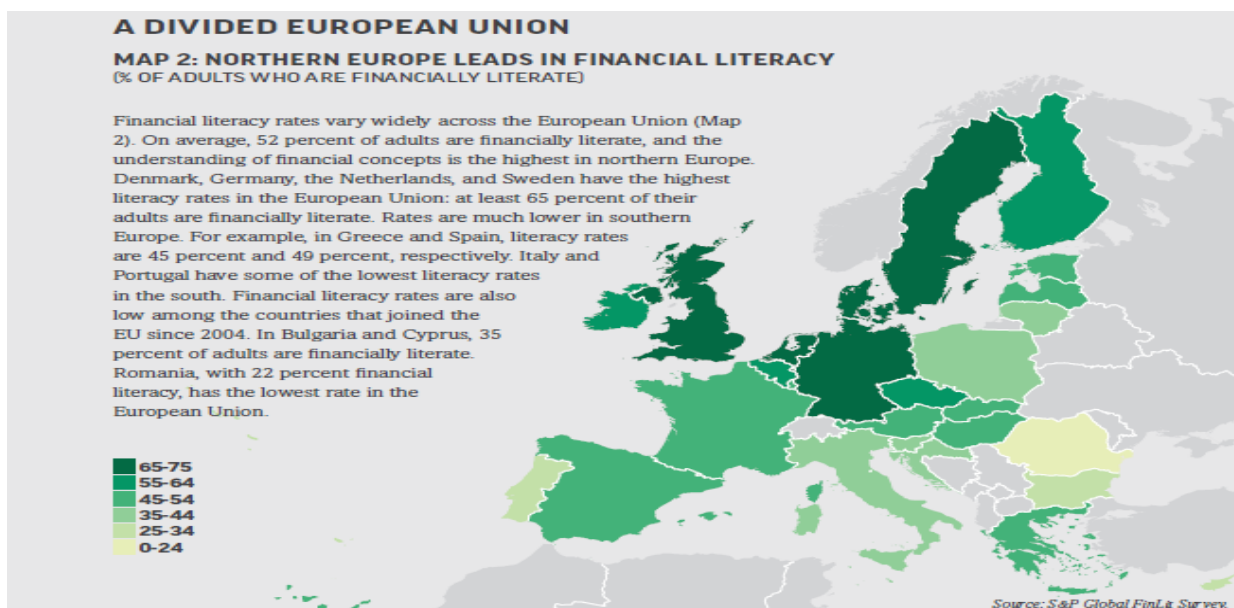
Fonte: S&P Global FinLit Survey

La stessa indagine approfondisce poi la situazione europea, mostrando come il Nord sia caratterizzato da livelli di alfabetizzazione finanziaria nettamente più elevati rispetto al resto d'Europa, con l'Italia posizionata in penultima fascia su 6 (vedi Figura 3).

²⁶⁹ OCSE, *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*, 2005.

²⁷⁰ Per essere considerato “financially literate”, secondo l’approccio utilizzato, l’intervistato deve essere in grado di rispondere ad almeno 3 delle 4 domande poste su concetti base come diversificazione, inflazione, interesse semplice e composto.

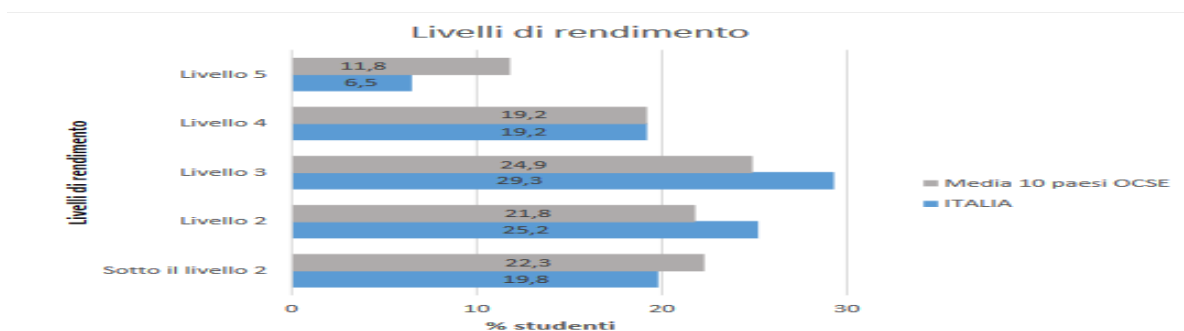
Figura 3: Percentuale di persone adulte che sono finanziariamente educate in Europa



Fonte: S&P Global FinLit Survey

Risultati simili emergono da PISA²⁷¹ 2015, indagine condotta dall’OCSE sulle conoscenze in ambito finanziario dei ragazzi quindicenni in 15²⁷² paesi, di cui 10 membri dell’OCSE. Seppur migliorati rispetto all’indagine condotta nel 2012, i giovani studenti italiani si posizionano sotto la media dei paesi dell’OCSE quando si tratta di prendere decisioni di natura finanziaria in contesti di vita reale²⁷³. In media solo il 6,9% degli studenti riesce ad ottenere il rendimento maggiore, che è fortemente correlato con l’area geografica di provenienza – i ragazzi provenienti dalle regioni del Nord ottengono in media punteggi più alti – e dal tipo di scuola frequentata – i ragazzi che frequentano i licei hanno maggiori possibilità di ottenere risultati più alti.

Figura 4: Livelli di rendimento in financial literacy in PISA 2015



Fonte: OCSE, Database PISA FL 2015, elaborazioni INVALSI.

²⁷¹ PISA, acronimo di Programme for International Student Assessment, è un programma volto ad indagare e misurare il grado di conoscenza degli studenti delle materie scientifico-matematiche e finanziarie.

²⁷² I paesi sono: Cina, Russia, Lituania, Perù, Brasile Australia, Belgio fiammingo, Province canadesi, Cile, Italia, Paesi Bassi, Polonia, Repubblica Slovacca, Spagna e Stati Uniti (ultimi dieci facenti parte dell’OCSE).

²⁷³ Agli studenti sono stati somministrate diverse prove riguardanti 4 diversi ambiti di applicazione: Denaro e transazioni, Pianificazione e gestione delle finanze, Rischi e ricavi, Panorama finanziario.

Il livello di alfabetizzazione finanziario risulta essere, secondo molti studi²⁷⁴, una variabile molto importante nella vita di ciascuna persona, avendo delle ripercussioni sia a livello micro, nelle scelte quotidiane dei singoli, che a livello macroeconomico, nello sviluppo di un paese e del mercato. Molti studi dimostrano che gli individui con un basso livello di istruzione finanziaria sopportano costi maggiori durante l'arco della propria vita, dal maggiore indebitamento, dal pagamento di commissioni ed interessi più elevati fino al minor risparmio. In particolare quello che emerge da tali studi e da tali statistiche è che le persone con un alto grado di alfabetizzazione hanno maggiori probabilità di non commettere errori banali durante le proprie scelte finanziarie, rispetto a coloro che invece presentano un livello più basso, ciò nonostante tale correlazione non implica inevitabilmente che un soggetto più istruito compia sempre le scelte giuste. Sono numerosi infatti i casi di persone che pur essendo esperte commettono degli errori. A livello macro, poi, i soggetti più istruiti mostrano un tasso di partecipazione ai mercati più alta, un grado di tolleranza del rischio più elevato e una maggiore tendenza alla sua diversificazione.

3.1.2 Le abitudini di investimento degli italiani

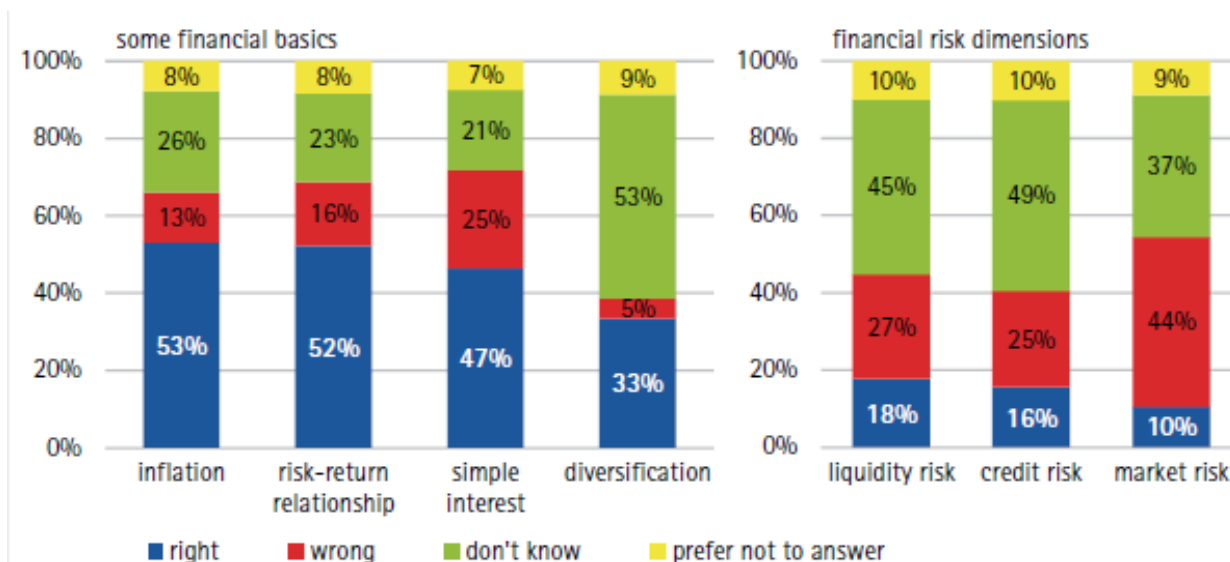
Volendo soffermarsi ancora sulla situazione italiana appare di grande rilevanza approfondire le abitudini delle famiglie italiane in ambito di investimento. A tal proposito la Consob, in collaborazione con Gfk-Eurisko, istituto specializzato nelle ricerche di mercato, pubblica annualmente un report²⁷⁵, contenente le caratteristiche delle scelte di investimento degli italiani e la loro correlazione con variabile di natura diversa.

L'ultima pubblicazione del 2017 mostra ancora una volta l'alto tasso di *financial illiteracy* che caratterizza gli italiani. Solo metà degli intervistati è in grado di definire correttamente i concetti di inflazione ed il binomio rischio-rendimento, mentre la percentuale si riduce significativamente quando si tratta di descrivere le diverse tipologie di rischio (vedi figura 5).

²⁷⁴ A riguardo si veda, tra i tanti, A. Lusardi, O.S. Mitchell, *Financial literacy and planning: Implications for retirement wellbeing* (No. w17078). National Bureau of Economic Research, 2011; B. D. Bernheim, D. M. Garrett, D.M. Maki, Education and saving: The long-term effects of high school financial curriculum mandates. *Journal of public Economics*, 80(3), 2001, pp. 435-465; A. Lusardi, O.S. Mitchell, The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence, *Journal of Economic Literature, American Economic Association*, vol. 52(1), pages 5-44, March 2014; M. van Rooij, A. Lusardi and R. Alessie, *Financial Literacy and Stock Market Participation*; National Bureau of Economic Research Working Paper 13565, 2007.

²⁷⁵ Il report del 2017, - Consob, (a cura di) N. Linciano, M. Gentile, P. Soccorso, *Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches*, 2017 – si basa sulle due indagini condotte da Gfk-Eurisko: *Multifinanziaria Retail Market Survey*, che considera un campione di 2.500 famiglie, e Osservatorio su *The approach to finance and investment of Italian households*, che raccoglie dati da circa 1.000 famiglie. Entrambe hanno per oggetto colui che prende le decisioni finanziarie, ossia il componente della famiglia con il reddito più elevato (oppure il componente della famiglia più anziano, quando nessuno lavora) con un'età compresa tra i 18 e i 74 anni.

Figura 5: Conoscenze finanziarie dei cd. financial decision maker italiani

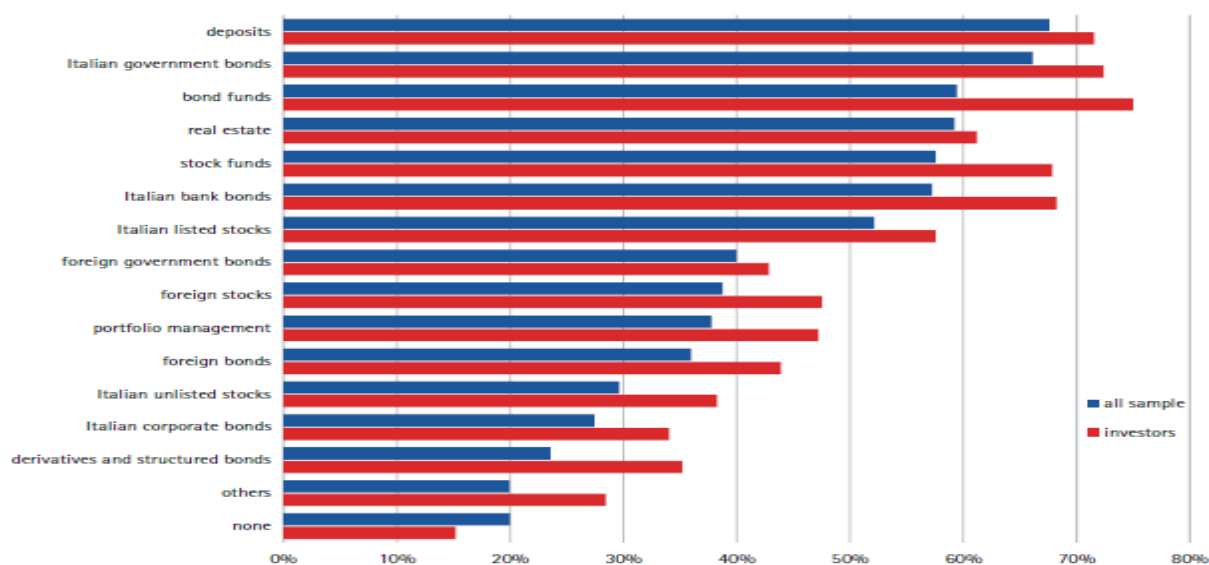


Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches*, 2017

Anche qui la conoscenza in ambito finanziario risultano essere positivamente correlate con il livello di istruzione e con la provenienza geografica nelle regioni del centro e del nord. Un altro dato interessante è quello che riguarda il cd. *mismatch* tra conoscenze effettive e conoscenze percepite, ossia la discrepanza tra quello che gli intervistati dichiarano di conoscere e quello che effettivamente conoscono su un determinato concetto. L'incapacità di valutare la propria conoscenza sulle nozioni finanziarie precedenti si attesta tra il 32 ed il 41%, e comprende sia i soggetti che sopravvalutano le proprie conoscenze sia quelli che le sottovalutano, con una netta prevalenza dei primi sui secondi.

Per quanto riguarda invece le conoscenze relative a diversi prodotti finanziari, circa il 70% dei soggetti intervistati ha dichiarato di avere conoscenze approfondite in ambito di depositi, titoli di stato ed obbligazioni bancarie, che come riporta lo stesso rapporto è "in linea con abitudini di investimento storicamente orientate dalla importante offerta di titoli del debito pubblico e dalle modalità di funding delle banche italiane", mentre il 20% dichiara di non aver dimestichezza con nessuno dei prodotti elencati in figura 6.

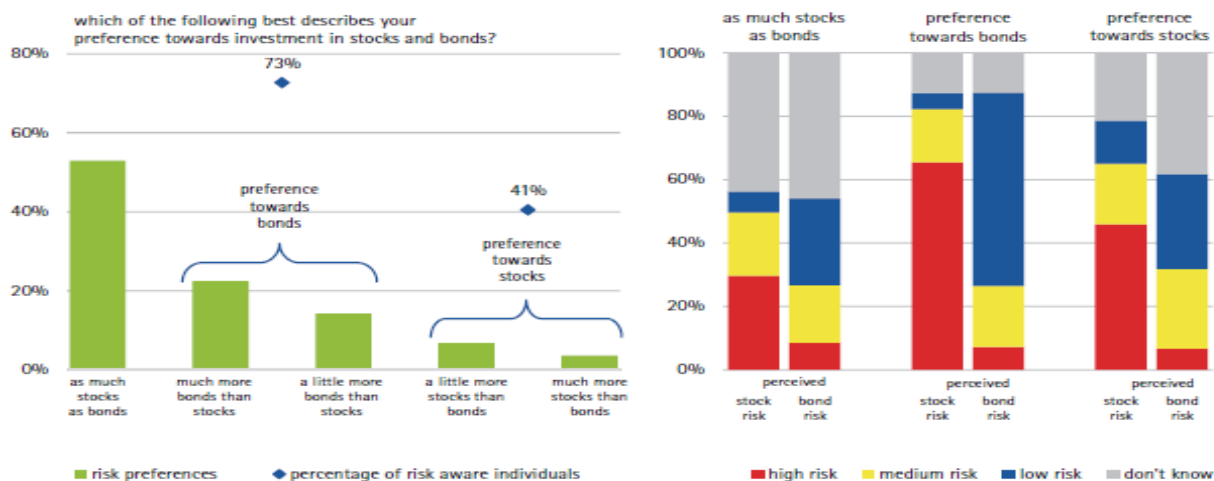
Figura 6: Conoscenze dei diversi prodotti finanziari



Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches*, 2017

Andando ad analizzare invece quelle che sono le attitudini ed i comportamenti dei soggetti nei confronti degli investimenti, la figura 7 mostra tre diverse composizioni di portafoglio, la prima bilanciata tra azioni ed obbligazioni, preferita da quasi il 60% degli intervistati, la seconda composta prevalentemente da obbligazioni e la terza da azioni. Il grafico più a destra mostra che almeno la metà di coloro che preferiscono la prima composizione non sono in grado di valutarne correttamente il rischio, così come il 17% e il 59%, di coloro che preferiscono rispettivamente la seconda e terza composizione di portafoglio, non sono in grado di percepirne la rischiosità, con i primi che ritengono le obbligazioni più rischiose delle azioni ed i secondi le azioni meno rischiose delle obbligazioni. Tale situazione indica che in molti casi non si può parlare di preferenze o avversione nei confronti del rischio dal momento che quest'ultimo potrebbe non essere percepito o classificato in maniera adeguata rispetto ad altre categorie di prodotti finanziari.

Figura 7: Preferenze e consapevolezza del rischio



Fonte: Consob, Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches, 2017

Per quanto concerne le bias comportamentali che influenzano le decisioni di investimento il rapporto della Consob mostra come l’ottimismo influenzi il 33% degli intervistati quando si tratta di prendere decisioni di investimento. Tale atteggiamento può essere facilmente ricollegato al fenomeno dell’*overconfidence*, o bias dell’ipersicurezza, che risulta essere una delle distorsioni più rilevanti sia nelle evidenze empiriche che negli studi di finanza comportamentale²⁷⁶. L’*overconfidence*, consiste nel reputare il proprio giudizio migliore di quello che in realtà è, scaturendo di fatto nella sopravvalutazione delle proprie capacità di prevedere determinati eventi e nella sottovalutazione del rischio collegato ad un certo evento, ovvero la variabilità dello stesso. Tale atteggiamento viene ovviamente accostato al fenomeno del *mismatch* di cui sopra, in particolare ci si riferisce a quei soggetti che percepiscono di possedere una conoscenza, di un dato concetto, maggiore di quello che effettivamente è. Gli studiosi di finanza comportamentale evidenziano poi come tale fenomeno può colpire sia coloro che si presentano finanziariamente istruiti che non, suggerendo che l’educazione finanziaria non può essere considerato uno strumento capace di risolvere tutte le distorsioni comportamentali²⁷⁷. A conferma di ciò il report Consob del 2016²⁷⁸ mostra come solo 10% degli

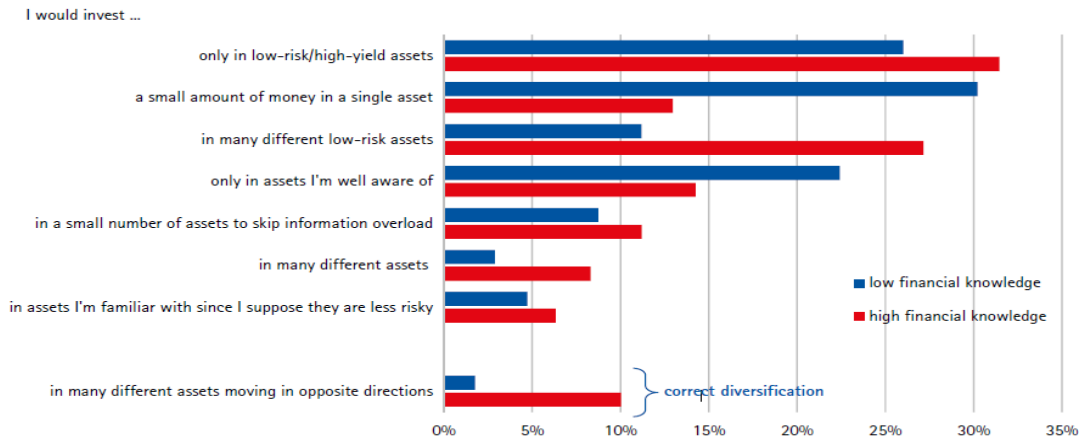
²⁷⁶ La finanza comportamentale è un filone di ricerca che si contrappone alla teoria economica classica, che si fonda sulle ipotesi di massima razionalità degli individui, ossia sulla condizione che ciascun individuo operi in un contesto di simmetria informativa ed abbia una scala di preferenze ben ordinate in mente. Tali preferenze ordinate gli permettono di compiere azioni e prendere decisioni capaci di massimizzargli l’utilità. La finanza comportamentale, derivante dalla *Prospect Theory* degli studiosi Kahneman e Tversky, dimostra invece come ciascun individuo non prenda decisioni sulla base di una scala di preferenze ordinate bensì sulla base di alcune euristiche (dei meccanismi cognitivi) che permettono allo stesso tempo di semplificare i problemi relativi ad alcune scelte e di prendere decisioni sbagliate, a causa appunto di bias o errori cognitivi associati a tali euristiche. Per un approfondimento si vedano le opere dei due autori: D. Kahneman, A. Tversky, *Prospect theory: An analysis of decision under risk*, *Econometrica*, 47, 1979, pp. 263-291; D. Kahneman, A. Tversky, *The framing of decisions and the psychology of choice*, in *Science*, 211, 1981, pp. 453-458; D. Kahneman, P. Slovic, A. Tversky, *Judgment under uncertainty: Heuristics and Biases*, New York, Cambridge University Press, 1982.

²⁷⁷ Cfr. Willis, I.e. (2008), *Against Consumer Financial Literacy Education*, in «Iowa law review», 2008, n.1, pp. 197-285.

²⁷⁸ Consob, Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches, 2016.

investitori esperti diversificherebbe in modo corretto il proprio portafoglio e che questi siano più frequentemente esposti ad un'errata diversificazione dovuta ad una non corretta comprensione della relazione rischio rendimento (vedi figura 8).

Figura 8: Attitudine alla diversificazione del portafoglio tenuto conto del livello di financial literacy

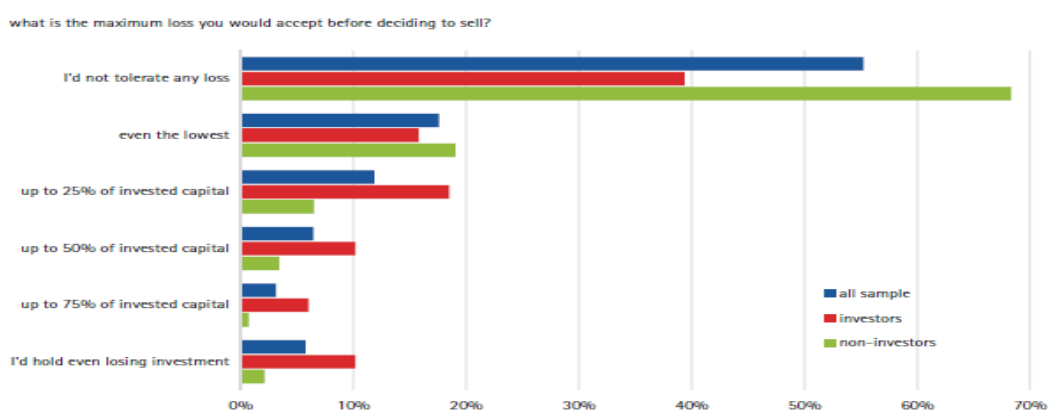


Fonte: Consob, Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches, 2016

Per quanto concerne gli altri tipi di errori cognitivi riscontrati dai report Consob rilevano tra tutti:

- l'avversione alle perdite, secondo cui la possibilità di subire delle perdite influenza maggiormente le proprie decisioni rispetto ai potenziali guadagni, influenza più della metà del campione intervistato quando si tratta di subire una perdita anche minima, riducendosi a circa il 40% quando si considerano i soli investitori;

Figura 9: Avversione alle perdite

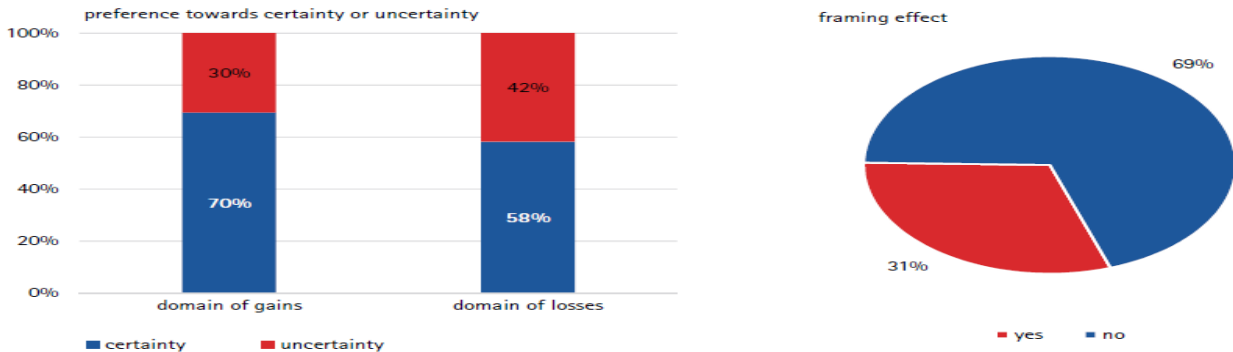


Fonte: Consob, Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches, 2017

- l'effetto *framing*, o inquadramento, secondo cui il processo decisionale di un individuo viene influenzato dal contesto o dalle modalità con cui viene presentato il problema, in questo caso la scelta di investimento. Il rapporto del 2017 evidenzia come il 31% degli intervistati sia influenzato dal modo

in cui viene presentata l'informazione, preferendo un guadagno certo quando l'informazione veniva presentata enfatizzando i possibili guadagni e diventando amanti del rischio quando il contesto presentava diverse possibilità di perdita;

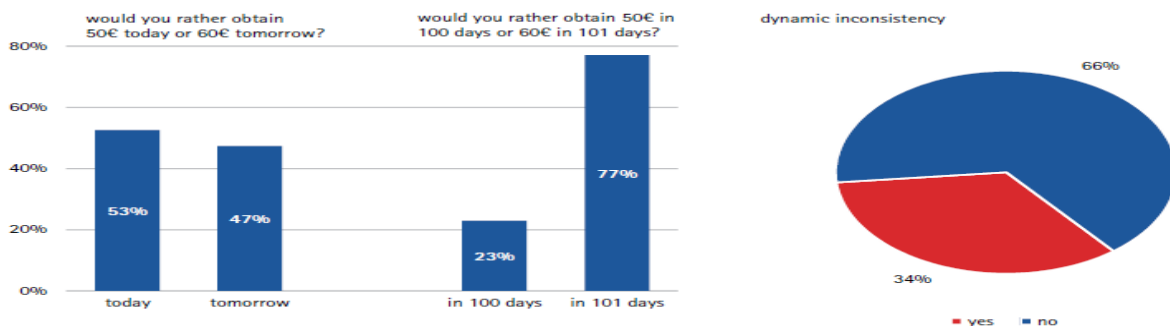
Figura 10: Effetto framing



Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches*, 2017

- l'inconsistenza dinamica, che consiste nel mutamento delle proprie preferenze al variare dell'orizzonte temporale di riferimento, di cui è affetto più di un terzo dei soggetti intervistati.

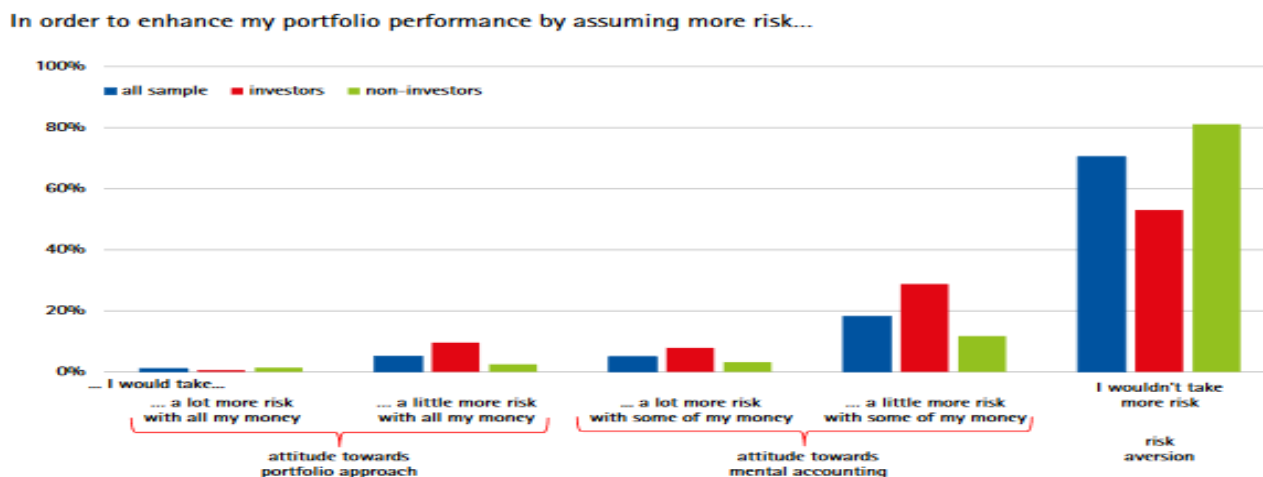
Figura 11: Effetto framing



Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches*, 2017

- I conti mentali, secondo cui gran parte degli individui tende a dividere la propria situazione economica in diversi conti senza tenere un approccio complessivo di portafoglio. Quest'ultimo approccio dalle evidenze del report 2016 sembra essere seguito solo da una minoranza (6%) mentre il primo da circa un quarto degli intervistati (23%);

Figura 12: Attitudine ai conti mentali



Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches*, 2016

Per concludere, nel rapporto del 2016 sono state riscontrate attitudini verso ulteriori *bias* come: il cd. *small-portfolio bias*, quando il 20% degli intervistati dichiara di voler investire solamente una piccola frazione del proprio patrimonio in una singola attività; *l'information overload*, quando circa il 10% del campione afferma di voler investire in poche attività finanziarie per non essere sopraffatto da troppe informazioni; *l'overconfidence in private information*, nel momento in cui il 18% degli intervistati è intenzionato ad acquistare solo titoli che ritiene di conoscere bene, dovuto forse ad una sovrastima delle proprie capacità di reperire informazioni rilevanti di dominio privato.

3.1.3 Partecipazione ai mercati e domanda di consulenza

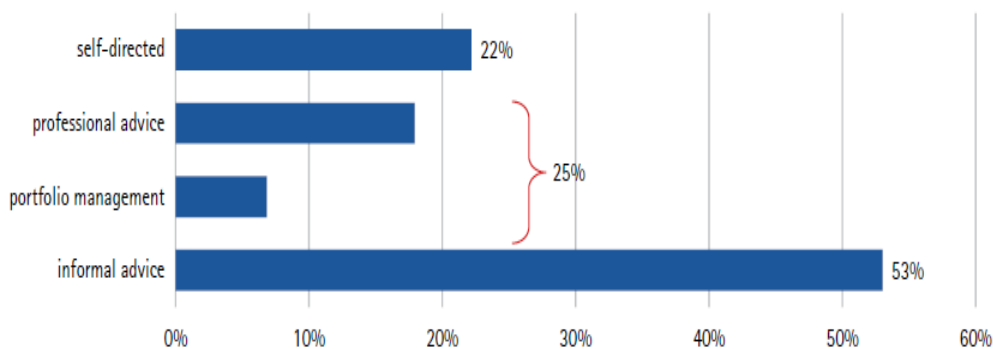
Numerosi studi²⁷⁹ dimostrano come l'educazione finanziaria sia un'importante *driver* per la partecipazione ai mercati finanziari. Soggetti più istruiti hanno maggiore consapevolezza e capacità di prendere ed attuare scelte di investimento, così dunque, più il livello di alfabetizzazione cresce e più la relazione è significativa. Un'educazione finanziaria limitata può invece essere di ostacolo all'investimento e problematico in caso di shock macroeconomici e reddituali non attesi; tuttavia la *financial literacy* non è l'unica variabile che mostra una correlazione positiva con l'accesso ai mercati, anche *l'overconfidence* e l'interesse verso la materia possono influenzarlo.

²⁷⁹ Van Rooij M., A. Lusardi e R. Alessie (2011), *Financial literacy and stock market participation*, *Journal of Financial Economics*, 101, Issue 2, 449-472. Almenberg and Widmark, 2011; Almenberg, J., Widmark, O., 2011. *Numeracy, financial literacy and asset market participation*. Mimeo; Johan Almenberga, Anna Dreberb, *Gender, stock market participation and financial literacy*, *Economics Letters*, Volume 137, December 2015, Pages 140-142

Secondo il rapporto Consob solo il 45% del campione dichiara di partecipare ai mercati finanziari. Le statistiche mostrano che tale dato è coerente con quanto descritto sopra sulla *financial literacy* e fortemente correlato con la ricchezza degli individui.

Per quanto riguarda invece più nello specifico le scelte di investimento, la maggior parte degli intervistati sembra fare ricorso in maniera prevalente alla cd. consulenza informale, ossia ai consigli di amici, colleghi e parenti, mentre solo un quarto preferisce ricevere consigli o delegare le scelte ad un esperto.

Figura 13: Attitudine ai conti mentali

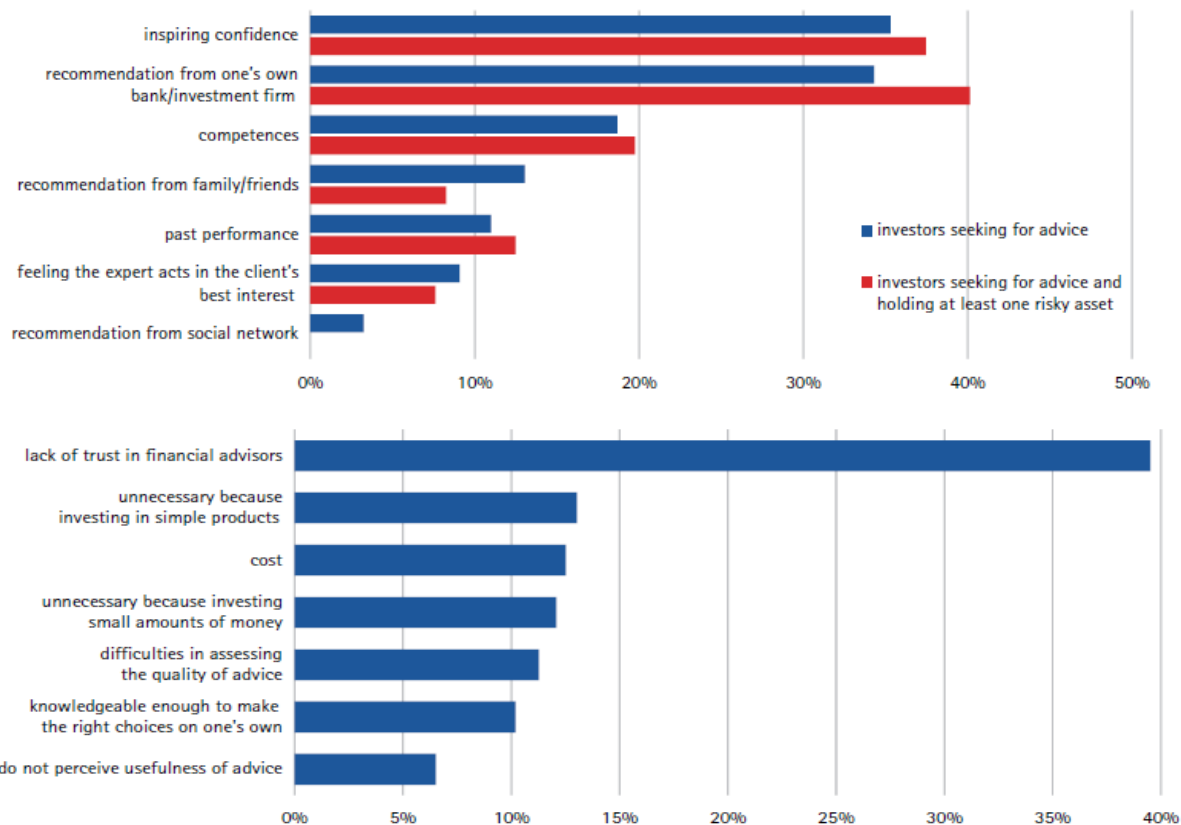


Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches*, 2017

Anche per la domanda di consulenza, numerosi studi²⁸⁰ mostrano una correlazione positiva con l'educazione finanziaria ed una negativa con l'overconfidence. Tali relazioni sono confermate dai dati raccolti nei rapporti della Consob, dove emerge che solamente circa un terzo degli intervistati riceve raccomandazioni personalizzate ai sensi Mifid, mentre i restanti beneficiano di consulenze passive o generiche. Quando si ricerca un consulente la caratteristica più importante appare essere la fiducia e l'empatia, mentre si dà scarso peso alle capacità dello stesso di generare risultati positivi. Determinanti di segno opposto risultano invece essere la sfiducia negli intermediari, rilevata nel 40% dei casi, ed i costi.

²⁸⁰ Cfr. Calcagno R. e C. Monticone (2015), Financial literacy and the demand for financial advice, *Journal of Banking & Finance*, 50, 363-380; Campioni E., V. Larocca, L. Mirra e L. Panaccione (2017), Financial Literacy and Bank Runs: an Experimental Analysis, CEIS Research Paper 402; Kramer M.M. (2016), Financial literacy, confidence and financial advice seeking, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 131, 198-217.

Figura 14: Fattori che influenzano in maniera positiva (a) e negativa (b) la domanda di consulenza

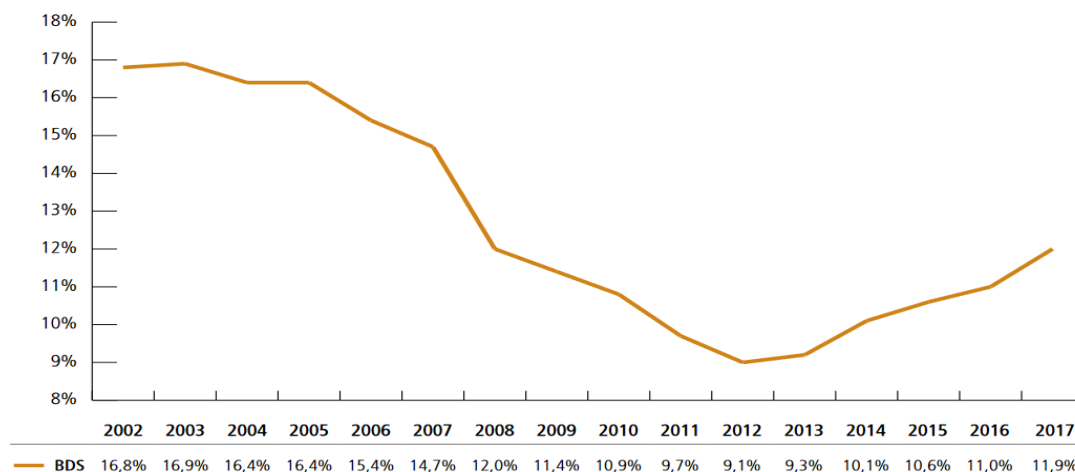


Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches*, 2017

Un dato piuttosto scoraggiante riguarda ancora i costi, circa il 45% degli intervistati non sa in che modo viene remunerato il proprio consulente mentre il 37% pensa che il servizio sia gratuito. L'elemento diventa rilevante quando si analizza il dato sulla disponibilità a pagare per un servizio di consulenza Mifid: pochi sono i possibili investitori, circa il 20%, che si ritengono disposti a pagare più di 250 euro mentre non si ritengono affatto disposti a pagare più del 50%. Tale dato risulta piuttosto delicato se si pensa che in media in Italia si paga tra 1 e 1,5 punti percentuali (a volte anche di più se si considera l'intera filiera e tutto il novero delle commissioni) dell'importo investito e che quindi, con un investimento superiore ai 20.000 euro, tale importo potrebbe essere superato facilmente. Per tali ragioni con l'introduzione di Mifid II, secondo le stime di Moody's ci sarà una forte contrazione della domanda di consulenza, dovuta alla maggiore trasparenza sui costi, che verranno comunicati periodicamente (di solito annualmente) ai clienti, che si renderanno conto di pagare il servizio, forse anche molto di più di quanto previsto.

Per quanto riguarda invece la partecipazione degli italiani al mercato dei fondi, Assogestioni, nel suo quaderno di ricerca del 2018, mostra un andamento in crescita, seppur ancora lontano dai livelli pre-crisi.

Figura 15: Partecipazione al mercato dei fondi



Fonte: Assogestioni, *I sottoscrittori di fondi comuni italiani - Aggiornamento 2017 (Quaderno di Ricerca 2/2018)*.

Secondo i dati riportati nel report, nel 2017, solamente il 12% degli italiani possedeva quote di fondi comuni, a conferma di come gli italiani non abbiano molta dimestichezza con i strumenti tipici del risparmio gestito.

Complessivamente, tali dati permettono di spiegare parte dello scarso sviluppo del servizio di consulenza finanziaria automatizzata. Il ruolo più importante è sicuramente quello ricoperto dalla *financial literacy*, dal momento che una persona con una buona educazione finanziaria è in grado, prima di tutto, di risparmiare e, non meno importante, di capire il valore dell'investimento, unico strumento per fronteggiare il potere corrosivo dell'inflazione, che entra in gioco tutte le volte in cui si decide di preferire la liquidità all'investimento.

In secondo luogo le abitudini di investimento giocano anch'esse un ruolo molto importante e qui è utile fare un confronto con gli Stati Uniti. Gli Americani, infatti, risultano essere molto più propensi all'investimento: sono circa 6 su 10 gli americani che posseggono almeno uno strumento finanziario e circa 5 su 10 coloro che posseggono quote di fondi comuni²⁸¹. Tale dato è sicuramente legato al livello di istruzione finanziaria che in America raggiunge percentuali molto alte²⁸² ma anche alle abitudini di investimento delle famiglie americane che si sono sempre caratterizzate, vuoi per ragioni storiche e/o sociali, per un maggiore tasso di partecipazione ai mercati finanziari. In particolare, negli Stati Uniti è sicuramente un fattore determinante, sia per quanto riguarda l'istruzione su temi economico-finanziari, sia per gli investimenti, il tema delle pensioni. Ciascuno infatti, una volta entrato nel mondo del lavoro, deve provvedere alla costituzione di un piano di risparmio e di

²⁸¹ Cfr. Finra, *A Snapshot of Investor Households in America*, 2015.

²⁸² Secondo la S&P Global FinLit Survey si attesta nella fascia più alta, tra il 55% ed il 75%.

pensionamento, dal momento che non viene fornito a livello statale, che richiede loro di informarsi ed in qualche modo istruirsi sui principi base del mercato, al fine poi di parteciparvi vuoi solo per fini pensionistici o anche per cercare di aumentare o mantenere il proprio patrimonio. Tali dati relativi agli USA permettono di capire meglio il perché in America la *robo advisory* si sia sviluppata molto più velocemente rispetto che in Europa ed in Italia. Anche la conoscenza e l'uso dei prodotti finanziari stessi potrebbe essere un fattore importante per affidarsi ad un servizio del genere visto che in America, come detto precedentemente, il 50% degli americani ha dimestichezza ed investe in fondi contro l'11,9% degli italiani. Se si considera poi che i *robo advisor* investono principalmente in ETF, la differenza tra le due nazioni si amplifica ancora di più, con un mercato che in America è in crescita già da anni e dove tali strumenti passivi costituiscono circa il 30% dell'intero mercato dei fondi mentre in Europa questo costituisce solamente il 7%.

Infine è importante sottolineare come l'Italia sia un paese fortemente dipendente dalle banche e che tramite queste vengono canalizzati la maggior parte degli investimenti. Nonostante la maggior parte degli italiani dichiarati di non aver fiducia nell'intermediario tradizionale, questi si rivolgono alle banche per gran parte dei prodotti detenuti in portafoglio e non cercano soluzioni alternative. Il brand della banca risulta perciò essere decisivo ed influente nell'attrarre clienti vecchi e nuovi, a discapito di soluzioni più innovative ed efficienti non bancarie.

3.1.4 Robo advisor, questo sconosciuto

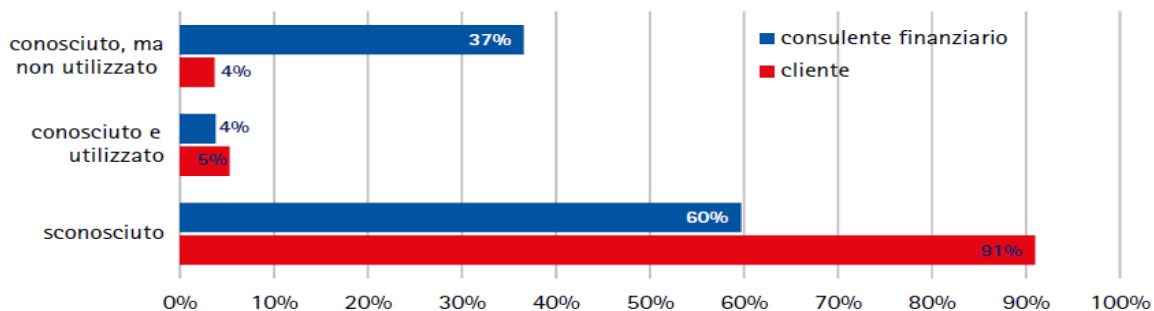
Proseguendo con l'analisi dei dati messi a disposizione dalla Consob sulle abitudini di investimento delle famiglie italiane, emerge un dato che seppur ancora non esaustivo rappresenta, forse, essere uno tra i più rilevanti. Nell'Addendum²⁸³ al Rapporto Consob sulle scelte finanziarie delle famiglie italiane viene rilevata una quasi totale ignoranza sul fenomeno della *robo advice*, che sebbene, come detto, non esaustiva, basandosi sulle dichiarazioni di 120 decisori finanziari, intesi come coloro che prendono le decisioni di investimento nel nucleo familiare, rappresenta sicuramente una conferma del fatto che l'investitore medio non è così istruito e aggiornato su tutte le opportunità ed opzioni di investimento. Come si vede in figura 16, mentre i consulenti dichiarano che buona parte dei propri clienti conoscano il fenomeno in oggetto, solo il 5% di questi dichiara di conoscerlo ed utilizzarlo contro un 91% di intervistati che invece dichiara di non averne mai sentito parlare. Un dato del genere se rapportato all'intera popolazione sarebbe in grado da solo di giustificare lo scarso sviluppo dei consulenti automatizzati in Italia. Non vi è dubbio poi che il risultato presentato sia strettamente legato all'educazione finanziaria, dal momento che un soggetto ben istruito ed informato,

²⁸³ Consob, La relazione Consulente-Cliente, 2017.

come mostrato precedentemente, è più probabile che si informi sulle novità e sulla situazione dei mercati²⁸⁴, visto che ne è anche maggiormente interessato, ed è più sensibile ai costi ed al monitoraggio dei propri investimenti.

Figura 16: Conoscenza del servizio di robo advice

il servizio di *robo advice* è...

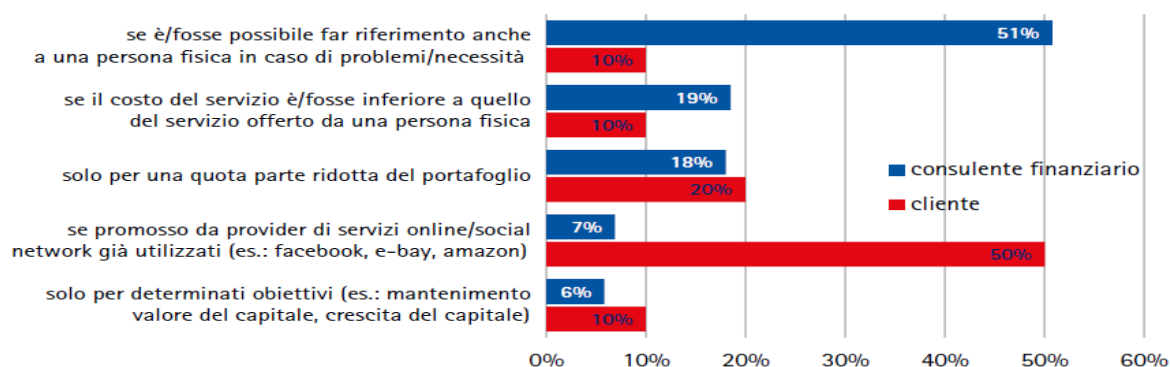


Fonte: Consob, *La relazione Consulente-Cliente, 2017*

Infine a conferma di come il brand possa aver giocato un ruolo decisivo nell'interessamento e nell'affidamento dei propri risparmi da parte degli investitori ai robo advisor, la metà degli intervistati ha dichiarato che sarebbero molto più propensi e sicuri di investire per mezzo di un robo advisor qualora questo fosse fornito da un marchio riconosciuto a livello globale, come può essere Amazon, Ebay e Facebook. Tra i vari motivi di utilizzo dei robo advisor risalta anche un 20% del campione che dichiara che in ogni caso affiderebbe al consulente automatizzato solo una parte o quota del proprio portafoglio, rafforzando la tesi relativa alla mancanza di fiducia che caratterizza gran parte degli investitori verso soluzioni tecnologiche ed online.

Figura 17: Motivi di utilizzo (attuale o potenziale) dei robo advisors

il cliente si rivolge/rivolgerebbe a un *robo advisor*...



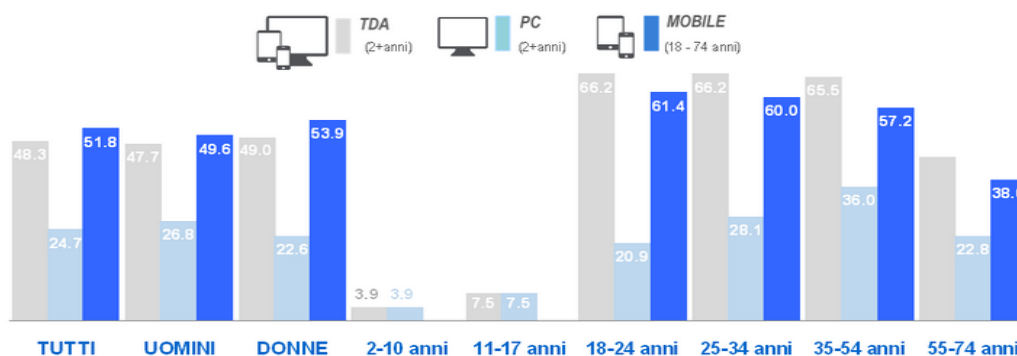
Fonte: Consob, *La relazione Consulente-Cliente, 2017*

²⁸⁴ Questo atteggiamento è stato riscontrato meno nei soggetti poco istruiti dal momento che questi probabilmente hanno meno conoscenze di base per apprendere e capire alcune informazioni più attuali e complesse.

3.2 La tecnologia e l'attitudine al cambiamento

Un altro fattore che influenza in modo determinante la domanda di consulenza finanziaria automatizzata è sicuramente il canale attraverso cui essa viene erogata. Il canale online infatti, seppur molto utilizzato dagli italiani ed in continua crescita negli ultimi anni, presenta ancora molte resistenze per quanto riguarda la domanda di servizi finanziari. Il report del 2017 pubblicato da Audiweb²⁸⁵ mostra come circa il 62% degli italiani riesca ad accedere ad internet tramite diversi dispositivi (computer, tablet e cellulare). Tale percentuale si assottiglia sempre di più andando verso le fasce d'età più alte, arrivando a circa il 38% in media per l'ultima, che comprende le persone dai 55 anni in su.

Figura 18: Diffusione dell'online per fasce d'età in Italia



Fonte: Audiweb Trends, la diffusione di internet in Italia – Giugno 2017

Passando invece a dare uno sguardo a quelli che sono i dati sull'utilizzo dei servizi finanziari/bancari, si registra, secondo i dati dell'ABI²⁸⁶, un forte aumento dei servizi di pagamento online e home banking a danno dei canali tradizionali. Il canale che sembra essere preferito tra tutti è quello mobile, sono infatti sempre di più i *millennials*, che cominciano ad avere i primi contatti con la banca ed i suoi servizi, e le persone fino ai 55 anni che preferiscono gestire la propria situazione tramite *smartphone* piuttosto che rivolgersi agli sportelli. Tale tendenza è confermata anche dai dati relativi alla presenza delle banche sul territorio. Il numero di sportelli in Italia si è ridotto del 15% in 6 anni, passando dai 32,881 del 2012 agli attuali 27.946, a conferma del fatto che non solo gli Italiani si stanno muovendo verso canali più tecnologici ma anche le banche si stanno muovendo in tale direzione, sviluppando sempre più soluzioni digitali per i propri clienti, che permettono di soddisfare

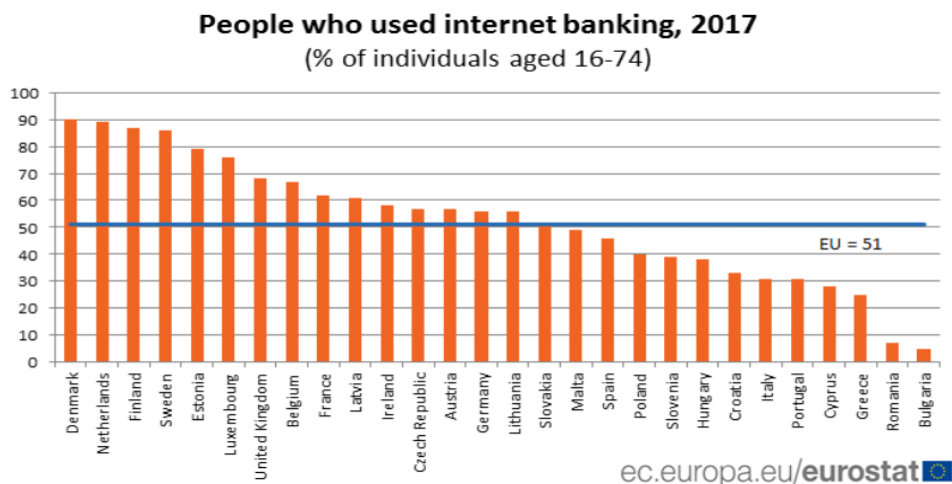
²⁸⁵ Audiweb è una società che si occupa di reperire e pubblicare dati sull'utilizzo di internet da parte degli italiani.

²⁸⁶ RAPPORTO ABI, *Digitalizzazione e multicanalità evoluzione dell'uso della multicanalità nelle relazioni banca-cliente*, 2018

più velocemente ed in modo migliore i bisogni della propria clientela e allo stesso tempo ridurre gran parte dei costi fissi sostenuti, non sono più sostenibili come un tempo.

Nonostante la situazione profilata dall'ABI però, secondo i dati Eurostat, solo il 30% degli italiani utilizza l'home banking contro il 51% della media europea.

Figura 19: Diffusione dell'internet banking



Fonte: Eurostat

Tale dato dimostra ancora una volta come l'Italia sia piuttosto rigida e lenta nei confronti del cambiamento, specialmente quando si tratta di servizi finanziari e banche, ovvero attività nelle quali le persone prestano molta attenzione e dove la fiducia è il perno attorno al quale ruota la diffusione e la fruizione dei servizi stessi. In Italia ci sono voluti anni prima che le persone acquistassero piena fiducia negli intermediari, è bastata una crisi per perdere qualsiasi tipo di contatto con le banche ed i mercati. Serviranno ancora molti anni prima che gli utenti si affideranno a servizi online dove il contatto umano, con il consulente, di filiale e non, è assente e sarà necessario mantenere ancora reti di sportelli non solo per servire bisogni particolari, non possibili da soddisfare tramite l'online, ma anche per fidelizzare il cliente, che non distingue più il valore della propria banca dalle altre, non trova nulla di diverso nell'offerta delle banche ed è disposto a cambiarle in modo sempre più frequente²⁸⁷.

Tale scenario spiega anche il perché in Europa la forma di *robo advisory* prediletta è quella ibrida, che coniuga i benefici della piattaforma online con il vantaggio di avere una persona ed un volto a cui rivolgersi in caso di necessità.

²⁸⁷ Cfr. KPMG, *Digital Banking, I bisogni e le aspettative dei clienti delle banche italiane*, 2016.

Infine, per concludere, abbiamo visto come lo sviluppo tecnologico italiano in termini di servizi bancari online sia sempre in leggero ritardo rispetto al resto d'Europa, ciò potrebbe spiegare, ancora una volta e solo in parte, il poco utilizzo dei roboadvisor. Se si coniugano i dati sull'utilizzo dei canali online per fasce d'età, presentati sopra, con i dati sulla ricchezza detenuta per fasce d'età, in Figura 18, si può facilmente rafforzare tale conclusione, osservando che la ricchezza è concentrata nelle fasce di età più alte, le stesse che sono meno propense ad utilizzare canali digitali per interfacciarsi con la banca e quindi presumibilmente con chiunque presti servizi di investimento online.

Figura 20: Distribuzione della ricchezza per fasce d'età



Fonte: Business Insider, Rielaborazione dati Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, 2014.

CAPITOLO QUARTO

LE SFIDE, REGOLAMENTARI E NON, DEL SERVIZIO DI ROBO ADVISORY

Dopo aver analizzato nel capitolo precedente i principali *driver* che hanno frenato e che tuttora continuano a frenare lo sviluppo dei *robo advisor* in Italia, come anche in gran parte d'Europa, l'obiettivo del presente capitolo è quello di analizzare le criticità presenti a livello regolamentare nonché alcune sfide che dovranno essere affrontate dal regolatore, al fine di consentire a tale servizio di proseguire il proprio percorso di crescita. Infine si vedrà come, anche, i consulenti automatizzati dovranno essere in grado di attrarre l'attenzione da parte della clientela per potersi presentare come una valida alternativa di consulenza.

4.1 Un set di regole ad hoc: possibilità o necessità?

Il servizio di consulenza finanziaria automatizzata presenta numerose caratteristiche su cui il regolatore europeo potrebbe fare leva al fine di perseguire i propri obiettivi. I bassi costi, la trasparenza, la presenza 24h e la semplicità delle raccomandazioni erogate potrebbero essere incentivi validi per favorire la cd. "democratizzazione" del servizio di consulenza e la conseguente apertura e prestazione del servizio a quei soggetti definiti "*unbanked*", ossia quella tipologia di clientela che non si è mai rivolta ad un intermediario, o nel nostro caso specifico ad un consulente finanziario, per richiedere raccomandazioni su come investire il proprio patrimonio, a causa delle caratteristiche proprie del servizio (costi alti, ammontare minimo elevato, disponibilità del consulente ecc.). L'ascesa di un servizio di tale portata consentirebbe non solo l'aumento della partecipazione ai mercati, da cui scaturirebbero effetti positivi sia a livello macro, con mercati più efficienti attraverso l'assorbimento di risorse private, che a livello micro, favorendo non solo una gestione più efficiente dei risparmi dei singoli individui ma anche una maggiore familiarità con gli investimenti e una maggior diffusione delle conoscenze base necessarie per farli. Considerati i benefici derivanti dall'innovazione nella prestazione del servizio di consulenza, il favore da parte delle autorità di vigilanza risulterà, e tuttora risulta, un fattore determinante per la sua diffusione.

Come descritto alla fine del secondo capitolo, L'ESMA ha emanato delle linee guide che chiariscono e suggeriscono ai *robo advisor* come applicare le disposizioni della Mifid II. Queste però, trattandosi di *soft law*, mirano solamente a coniugare il fenomeno della *robo advisory* nell'ambito della Mifid II, con la duplice intenzione da una parte di non gravare con ulteriori vincoli chi presta il servizio facendo un uso intenso della tecnologia e, allo stesso tempo, di non ostacolare le potenzialità

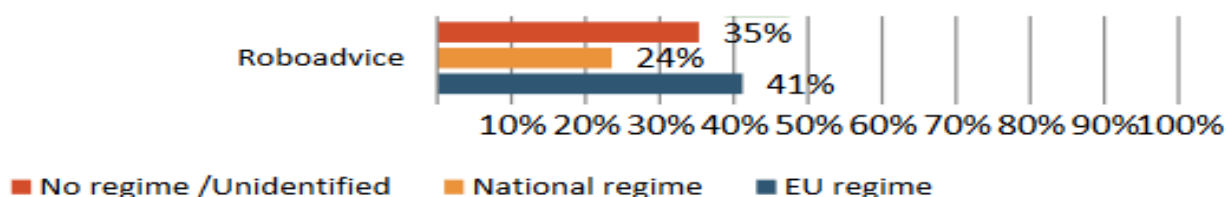
di tali tecnologie, attraverso disposizioni che limitino il loro utilizzo, da cui, come evidenziato sopra, possono scaturire effetti positivi. Una tale impostazione se da un lato è a favore dello sviluppo tecnologico, con tutti i benefici ed i rischi che ne possono conseguire, dall'altro non favorisce direttamente lo sviluppo del servizio in sé, dal momento che ci si trova di fatto in una situazione in cui le ESAs (le tre istituzioni europee: EBA, ESMA ed EIOPA) ancora non si sono espresse, in modo definitivo, sul fenomeno, aspettando la sua piena affermazione in Europa. La mancanza di una regolamentazione che inquadri correttamente e direttamente la fattispecie in oggetto crea, infatti, problemi di vario genere, tra cui la creazione di barriere all'entrata sia di chi presta il servizio sia di chi ne usufruisce:

- le imprese di investimento e nuove *fintech* potrebbero essere scoraggiate, nell'intraprendere un business del genere vista la mancanza di un quadro regolatorio ben definito, dal momento che in futuro potrebbero essere introdotti nuovi vincoli, che si traducono di fatto in maggiori costi, o dalla possibilità di incorrere in sanzioni per l'applicazione di eventuali tecnologie innovative, non considerate precedentemente, ritenute non adatte alla prestazione del servizio e alla salvaguardia degli interessi degli investitori;
- gli investitori potrebbero non usufruire del servizio per paura del futuro incerto dello stesso, ossia per il timore che un cambiamento normativo possa portare alla cessazione dell'attività o al cambiamento delle condizioni e delle modalità in cui il servizio era erogato originariamente;

Tali linee guida poi, cercando di adattare una disciplina (Mifid) pensata e creata a misura d'uomo ad una macchina, generano molte incertezze e lasciano notevole discrezionalità nel recepimento a coloro che utilizzano sistemi innovati per la prestazione della consulenza. A conferma di tale incertezza il *discussion paper* dell'EBA del 2017²⁸⁸, facendo l'esercizio di mappare le *fintech* assoggettate a regimi regolamentari nazionali ed europei, mostra come circa il 35% di *fintech* che prestano il servizio di *robo advice* non siano soggette ad alcun regime regolamentare (vedi figura 19). Ciò, oltre a scontrarsi con il tanto perseguito obiettivo di creare un *level playing field* tra i diversi *player*, ossia un terreno di gioco uniforme dove tutti i giocatori si devono attenere alle stesse regole e alla stessa supervisione, desta molte preoccupazione per quanto riguarda la tutela degli investitori.

²⁸⁸ EBA, *Discussion Paper on EBA's approach to financial technology (FinTech)*, 4 Agosto 2017

Figura 21: Roboadvisor soggetti a regimi regolamentari



Fonte: EBA, *Discussion Paper on EBA's approach to financial technology (FinTech)*, 2017

Inoltre l'adattamento della disciplina ai *robo advisor* se da una parte non preoccupa, per quanto riguarda i requisiti di trasparenza ed informativi in capo a chi presta il servizio, dal momento che una piattaforma online, sotto questo punto di vista, è potenzialmente in grado di fornire tutte informazioni in modo chiaro e corretto, dall'altra crea numerose incertezze e dubbi sulla reale adattabilità degli strumenti adottati da questi nello svolgimento dell'intero servizio.

4.1.1 Le criticità del questionario e dell'offerta

Il questionario è lo strumento principale per mezzo del quale ha inizio il cd. processo di *suitability*, ossia quel processo attraverso il quale chi presta il servizio di consulenza verifica e valuta l'adeguatezza dei prodotti, che saranno offerti, in base alle risposte del cliente. Attraverso questo vengono raccolte numerose informazioni circa le caratteristiche del cliente come: situazione economico-finanziaria del cliente, obiettivi di investimento, orizzonte temporale, tolleranza al rischio e capacità di subire le perdite.

Logicamente la somministrazione dello stesso è differente a seconda che il servizio venga svolto da una persona fisica o tramite una piattaforma. Nel primo caso infatti, esso viene presentato in modalità cartacea, mentre nel secondo in formato digitale. Tuttavia non è questa la differenza su cui ci si vuole soffermare ora quanto piuttosto quella relativa alla composizione e funzione che esso svolge. Questo infatti, come ricordato sopra, è finalizzato all'apprendimento di quante più informazioni possibili sul cliente al fine di capirne le caratteristiche, le esigenze ed i tratti distintivi rispetto ad altri. Tali informazioni sono necessarie per la creazione di un'offerta quanto più personalizzata e adatta al cliente.

Il questionario cartaceo presentato dagli operatori tradizionali si compone di circa 20 domande al netto di quelle riguardanti la familiarità (in termini di conoscenze ed utilizzo) di taluni prodotti²⁸⁹, più o meno complessi, mentre quello presentato dai *robo advisor* si compone di un numero di domande piuttosto limitato, che va dalle 10 alle 15. Tale differenza è piuttosto rilevante dal momento che, per il servizio tradizionale di consulenza, il questionario è di solito il mezzo per avviare la relazione con il cliente, che viene seguito e accompagnato, se necessario, nella compilazione. Tale relazione poi, permette al consulente di venire a conoscenza in modo più approfondito di quelle che sono le reali esigenze del cliente, il quale, se inesperto, potrebbe non essere in grado, di identificarle da solo. Al contrario, il *robo advisor*, non gode della possibilità di instaurare una relazione umana basata sulla fiducia e può fare leva solamente sul questionario per entrare in possesso delle informazioni necessarie per la prestazione del servizio. Al di là dell'assenza del carattere fiduciario della relazione, che come visto pare essere il principale motivo del suo scarso utilizzo, vi è la possibilità che tale questionario non sia sufficiente ad apprendere le informazioni essenziali relative al cliente, sia per la natura statica dello stesso che per la sua composizione. In particolare, sorgono diversi dubbi sulla capacità del questionario, *stand-alone*, di poter raffigurare la reale situazione del cliente. La possibilità di reticenza su alcuni aspetti, la confusione o anche la non piena consapevolezza su altri, potrebbero essere di ostacolo alla prestazione di un servizio adeguato da parte della piattaforma. A questo si aggiunge anche un altro tipo di lacuna informativa, quale quella relativa alle abitudini di spesa o ad altri investimenti fatti dal cliente, fondamentali per l'approccio di portafoglio del consulente automatizzato. Anche la modalità in cui le domande vengono poste sono motivo di confusione. Domande di tipo auto valutativo potrebbero essere fuorvianti, dal momento che, da una parte, non è facile valutare quante conoscenze si hanno su un certo aspetto se non si ha allo stesso tempo idea dell'ampiezza dell'aspetto stesso, dall'altra, potrebbe esser facile cadere in bias comportamentali come quelli dell'*overconfidence*, che tendono a gonfiare il profilo di rischio del cliente. Per tali ragioni L'ESMA, nelle linee guida di cui sopra, ha suggerito l'introduzione di domande che vadano a testare l'effettiva conoscenza del cliente, tramite esempi pratici e grafici, piuttosto che domande auto valutative, e che considerino gli aspetti di finanza comportamentale, al fine di evitare che distorsioni cognitive possano andare ad influenzare il profilo di rischio assegnato dal questionario²⁹⁰. A queste si aggiungono altre *best practices* tra cui quella di inserire domande e pop up qualora si rilevino inconsistenze nelle risposte fornite e quella di evitare la possibilità di non rispondere alle domande.

²⁸⁹ Non teniamo in considerazione le domande relativi alla familiarità su alcuni prodotti dal momento che queste possono essere gestite ed inserite in modo del tutto discrezionale, o meglio, sono ritenute necessarie (e quindi obbligatorie) solo le domande sui prodotti che andranno a fare parte della tipologia di prodotti inseriti nell'offerta. La familiarità sui prodotti non presenti nell'offerta potrà essere richiesta a discrezione dell'intermediario.

²⁹⁰ ESMA, *Final Report 2018*, *op. cit.*, p. 41-45.

Seppur queste buone prassi potrebbero limitare i problemi descritti sopra accrescendo la qualità delle informazioni e delineando più chiaramente il profilo del cliente, viene lasciata totale autonomia e discrezionalità ai *robo advisor* sull'adozione e sulle relative modalità. Inoltre la possibilità di aumentare il numero di quesiti va a scontrarsi con il bisogno di non appesantire il potenziale fruitore del servizio con troppe domande o troppe informazioni, dal momento che numerosi studi dimostrano come il cd. fenomeno dell'*information overload*, ossia il sovraccarico di informazione, porti ad allontanare il cliente o comunque a fargli perdere la concentrazione. Perciò ciascun consulente automatizzato dovrà scegliere il *trade-off* ottimale, che lo renda in grado di catturare informazioni di qualità senza dover porre troppe domande.

Tali considerazioni fanno emergere come il questionario, unica fonte di informazione e di sostentamento per l' algoritmo, sia davvero limitante e limitato ai fini della profilazione della clientela. Tuttavia tale approccio viene consentito e giustificato dal cd. principio di proporzionalità dettato dal regolatore europeo, secondo cui il grado di informazione necessaria varia a seconda del tipo di servizio offerto, ossia dalla tipologia e dalle caratteristiche dei prodotti su cui si investe. Perciò la *robo advisory*, del tipo diffusosi prevalentemente in America, caratterizzandosi per un'offerta piuttosto semplificata e poco rischiosa, non ha bisogno di raccogliere numerose informazioni dai clienti, come se l'importante fosse fornire prodotti che siano adeguati alle caratteristiche del cliente e non approfondire le caratteristiche del cliente per potergli fornire raccomandazioni su prodotti quanto più adeguate alle sue esigenze. Un tale approccio pare infatti spostare la centralità del cliente in secondo piano e dare più importanza alle caratteristiche del prodotto.

4.1.2 Una consulenza standard o generica

In aggiunta al rischio di non essere in grado di profilare in maniera corretta i clienti, il questionario può produrre ulteriori criticità nel proseguo del servizio. La possibilità che più clienti rispondano in modo simile o uguale alle domande sottoposte, può generare il rischio di erogare una prestazione simile o, appunto, uguale. Ciò può accadere vista la dimensione del questionario e la sua capacità limitata di raccogliere informazioni aggiuntive. A tale rischio, l'ESMA prova a rispondere con la linea guida n.4 e le relative *guidelines* di supporto, suggerendo di non classificare in modo ampio le fasce di clientela e le classi di prodotto, bensì di creare varie sottocategorie che tengano conto delle specificità sia dei primi che dei secondi. In tal modo dovrebbe essere garantita infatti una più ampia diversificazione dell'offerta. Anche qui viene lasciata molta autonomia ai consulenti automatizzati nell'applicare tale linea guida. Tuttavia il tema resta piuttosto rilevante se si prova a ragionare su larga scala, ossia pensando ad un consulente la cui offerta è rivolta ad una platea di potenziali fruitori

molto più grande di quella a cui solitamente può rivolgersi un consulente in carne ed ossa. Difatti è questa la situazione dei *robo advisor*, la cui forza è proprio quella di non avere limiti sotto il punto di vista di area geografica coperta e vicinanza, se non quello di richiedere una connessione ad internet. La possibilità di rivolgersi ad un'intera nazione, se non anche oltre, fa sorgere comunque delle preoccupazioni circa la diversificazione dell'offerta, che da una parte aprono il problema relativo alla ciclicità dell'offerta, dall'altra fa emergere delle differenze con il nuovo modello di consulenza richiesto da Mifid II. Per quanto riguarda il primo aspetto, il rischio di un'offerta molto standardizzata potrebbe portare all'erogazione di raccomandazioni simili, che a loro volta scaturirebbero in volumi di investimento rivolti tutti nella stessa direzione. Una situazione del genere avrebbe non poche implicazioni a livello sistemico dal momento che aumenterebbe la ciclicità dei mercati nonché la loro volatilità, incrementando il rischio di shock esogeni che danneggerebbero tutti coloro che inconsapevolmente hanno assunto il cd. *herding behaviour*, ossia il comportamento del gregge, seguendo le indicazioni del consulente automatizzato. Per quanto riguarda invece il secondo aspetto, il tema è più sottile e si riferisce alla disciplina Mifid attualmente in vigore. La consulenza, come ricordato nel primo capitolo, si distingue, con la Mifid II, per il carattere della personalizzazione e del valore aggiunto apportato alla clientela. Mentre il secondo punto in caso di consulenza automatizzata è rinvenibile nell'informativa sul servizio erogato e nella trasparenza delle condizioni di offerta, il primo punto pare essere meno facile da individuare a causa dell'offerta semplice e piuttosto standard. Tale aspetto può essere giustificato ancora una volta dal principio di proporzionalità, dal momento che, essendo una consulenza piuttosto semplice, è di difficile individuazione l'elemento caratterizzante della personalizzazione. La maggiore segmentazione, della clientela e dei prodotti, suggerita dall'ESMA può essere un modo per ovviare a tale problema, tuttavia anche qui l'*Authority* lascia ampia autonomia ai *robo advisor* di scegliere il livello di profondità nella segmentazione e non dà alcuna indicazione su quale sia o possa essere il livello ottimale e desiderato. Rimane comunque il fatto che la personalizzazione delle raccomandazioni dovrebbe essere sempre alla base del servizio di consulenza specifica per non andare a ricadere nella fattispecie della consulenza generica, rivolta e distribuita al pubblico indistinto.

Anche quest'ultimo tema assume molta rilevanza con l'avvento della *robo advisory*, dal momento che il termine stesso non distingue i due tipi di servizio ma li ricomprende sotto lo stesso nome, accentuando il carattere digitale ed automatizzato della prestazione. Se prima la consulenza generica sembrava ricoprire un ruolo marginale e residuale, con la nascita di piattaforme online essa può cominciare a guadagnare terreno ai danni della consulenza specifica. Analizzando infatti i caratteri distintivi si assottigliano le differenze percepite dal cliente relativamente ai due tipi di servizi erogati da un consulente automatizzato, basandosi entrambe sul cd. *goal based investing*, ossia su un investimento finalizzato al perseguimento di uno specifico obiettivo, in un orizzonte temporale

predeterminato, e presentandosi entrambe in modo spersonificato, senza la possibilità di associare al consulente finanziario dipendente o autonomo il servizio riservato ad autorizzazione. A tal riguardo l'ESMA richiede alle piattaforme di specificare la tipologia di servizio prestato in modo tale da non generare confusione negli investitori, tuttavia viste le caratteristiche dell'investitore medio italiano, più interessato al costo del servizio piuttosto che alla qualità dello stesso, potrebbe essere necessaria qualche ulteriore intervento a tutela dello stesso.

4.1.3 I potenziali interventi

Per superare tali criticità l'intervento del regolatore potrebbe essere fondamentale. Con riferimento alla problematica relativa al questionario come unica fonte di informazione, l'apertura a nuove metodologie per raccogliere dati, la loro individuazione e l'incoraggiamento ad adottarle da parte delle autorità potrebbero essere fattori fondamentali per superare i limiti descritti in precedenza. In tal senso l'affiancamento al questionario di tecnologie che sfruttino i big data per carpire le preferenze e le reali esigenze della clientela potrebbero essere il primo passo per migliorarne l'identificazione e la profilazione²⁹¹. Tali tecnologie permetterebbero infatti non solo di essere utilizzate facilmente per capire la personalità ed i gusti di ciascun cliente in base alle proprie attività sui social media, alle ricerche su internet, alle preferenze musicali fino all'utilizzo della punteggiatura quando si scrive, ma anche di validare e confermare le informazioni riportate nel questionario stesso, come se ci fosse una sorta di verifica tra informazioni fornite e dati effettivi riscontrati nella realtà. Anche la possibilità di far caricare al cliente il registro di attività sui propri conto correnti, attraverso estratti conto o report simili, potrebbe essere una valida fonte per avere più informazioni sulle abitudini di spesa di ciascun assistito, tali dati infatti, sarebbero utili sia per confermare quanto dichiarato dal cliente sulle proprie capacità reddituali e consistenze patrimoniali sia per capire la migliore allocazione del capitale in termini di liquidità e rischiosità; tuttavia mentre questa modalità appare molto difficile vuoi per pigrizia, tempi e volontà del cliente, la possibilità di richiedere il consenso per attingervi autonomamente o addirittura creare interfacce collegate con le stesse banche (attraverso le cd. API – *Application Programming Interfaces*) che permettano di collegarsi direttamente ai conti corrente, potrebbe essere un'opzione da tenere in considerazione.

²⁹¹ Jagtiani J., Lemieux C., *The Roles of Alternative Data and Machine Learning in Fintech Lending: Evidence from the LendingClub Consumer Platform*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2018; Jagtiani J., Lemieux C., *Fintech Lending: Financial Inclusion, Risk Pricing, and Alternative Information*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2017; The Economist, *Slings and arrows*, Special Report International banking, 2015.

Nonostante un tale approccio possa sembrare in contrasto con la normativa relativa alla data privacy²⁹², si ritiene che, concordemente con altri autori²⁹³, al fine di assicurare la protezione degli investitori e la tutela del loro risparmio, il dato abbia un'importanza primaria rispetto alla privacy dello stesso, dal momento che quanto maggiore è la *disclosure* sui propri dati, tanto maggiore è la personalizzazione e l'adeguatezza della raccomandazione. Per concludere, tale soluzione non deve risultare troppo complessa o di scarsa utilità dal momento che già altre fintech, in altri settori, utilizzano soluzioni di questo tipo, come ad esempio nel *PeertoPeer (P2P) lending* dove il richiedente fondi viene analizzato anche attraverso l'uso di big data e l'invio dello storico delle movimentazioni bancarie, al fine di esprimere un merito creditizio, fondamentale per la decisione di finanziamento da parte dei potenziali creditori. Anche se il richiedente potrebbe essere più o meno incentivato a rilasciare i propri dati per entrare in possesso dei fondi richiesti, a seconda della sua qualità come debitore²⁹⁴, è importante sottolineare come in entrambi i casi l'importanza dei dati assume un ruolo centrale: nel *P2P lending* per proteggere i prestatori mentre nella *robo advice* per tutelare l'investitore-risparmiatore.

Per quanto attiene invece alle criticità che concernono l'offerta di raccomandazioni, ossia i rischi relativi alla sua standardizzazione e ai conseguenti rischi a livello sistemico, esse non sembrano essere tanto rilevanti per il momento. Tali rischi infatti si presenterebbero solo nel caso in cui i consulenti automatizzati servissero gran parte della popolazione, situazione per il momento irrealistica²⁹⁵, e la servissero tutti seguendo la stessa logica d'investimento. Se così non fosse, ossia tutti seguissero la stesse metriche per la pianificazione degli investimenti, gli stessi problemi si sarebbero presentati anche per i consulenti tradizionali. Con ciò non si intende trascurare il problema che emergerebbe nel caso in cui un consulente automatizzato prevalesse sulla concorrenza, bensì evidenziare quanto piuttosto sia importante favorire lo sviluppo e l'entrata di altri *player*, che, aumentando la concorrenza e basandosi su algoritmi, logiche e parametri differenti, ridurrebbero il rischio di concentrazione verso un unico *robo advisor*, favorirebbero l'espansione del settore attraverso la specializzazione del servizio e l'ampliamento delle possibilità di scelta per i potenziali fruitori. Se da un lato poi il confronto con il consulente tradizionale non si ritenesse appropriato per le differenze in termini di

²⁹² Cfr. Il regolamento generale sulla protezione dei dati (GDPR - General Data Protection Regulation), n. 2016/679 UE.

²⁹³ Cfr. . Lener e P.Lucantoni, *Regole di condotta nella negoziazione di strumenti finanziari complessi: Disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in Banca Borsa Tit. Cred., 4, 2012, p. 369; M. Giorgi, *Robo-advice: serve una nuova ermeneutica giuridica della consulenza finanziaria*, 2018.

²⁹⁴ Un debitore di scarsa qualità sarà meno incentivato, rispetto ad un altro di qualità migliore, a rilasciare troppe informazioni per paura di ricevere dalla piattaforma un merito creditizio basso, che da una parte alza il costo del debito e dall'altra lo rende di più difficile reperimento.

²⁹⁵ La Figura 1 nel capitolo terzo mostra infatti come, in Italia, i volumi raccolti e gestiti tramite le piattaforme dei robo advisor non rappresenti neanche l'unità percentuale (1%) rispetto a quella gestita dai player tradizionali (che secondo Assoreti si aggira intorno ai 530 Mld).

volumi che potrebbero essere gestiti, dall'altro è vero che l'unico motivo per cui ad oggi non si presentano rischi di pro-ciclicità è che ciascun consulente opera basandosi su criteri, informazioni e logiche proprie, escludendo il tema dei conflitti d'interesse. Perciò si ritiene che il regolatore avrà un ruolo importantissimo e che l'emanazione di regole ad hoc, che da una parte tutelino il cliente dai maggiori rischi derivanti dall'uso della tecnologia e dall'altra abbattano quelle barriere all'entrata dovute dall'attendismo del regolatore nell'esprimersi in modo definitivo in merito al fenomeno, creerà un terreno più fertile per l'insediamento della *robo advice*.

Un confronto con l'*equity crowdfunding* in Italia può essere utile per capire l'importanza della regolamentazione. Tale forma di finanziamento introdotta dal mondo fintech è stato oggetto di profonde modifiche a livello regolamentare da parte del legislatore nazionale, che ha riservato l'attività, di raccolta di fondi su piattaforme online in cambio di partecipazioni al capitale di rischio, in prima battuta alle sole start-up innovative, poi a tutte le start-up ed infine aprendo anche alle piccole e medie imprese, creando di fatto un mercato azionario del tutto nuovo ed innovativo. Ciò ha permesso non solo l'abbattimento di quelle barriere all'entrata ma anche lo sviluppo di un'offerta sempre più variegata per gli investitori, dal momento che per attrarre il loro interesse le imprese hanno creato prodotti, servizi e modalità produzione più innovativi e sofisticati. Oltre a ciò anche le agevolazioni fiscali, i maggiori poteri di controlli affidati alla Consob ed i requisiti più stringenti²⁹⁶ introdotti dal regolatore hanno portato all'affermazione del *crowdfunding* tra le principali opportunità di investimento, a conferma di quanto il favore da parte delle autorità sia fondamentale per lo sviluppo di nuovi servizi.

Sempre riguardo all'offerta si ritiene poi necessaria una vigilanza continua sugli algoritmi per far sì che sia garantito nel continuo il loro buon funzionamento. L'algo governance, da parte degli stessi soggetti che hanno costruito e dato vita all'algoritmo, infatti, potrebbe non essere efficace a rilevare possibili difetti o bias originati dalle distorsioni di questi. Una supervisione del genere non sarebbe poi del tutto irragionevole vista la numerosità limitata dei consulenti automatizzati e i rischi a cui potenzialmente potrebbero dare luogo in termini di tutela degli investitori.

Infine per quanto riguarda l'assottigliamento della distinzione tra consulenza specifica e generica con l'avvento della *robo advice* sarà importante da una parte assicurare che la seconda sia prestata in modo tale da non originare una confusione nel cliente sul servizio prestato, ovvero da mettere a rischio i risparmi dello stesso, dall'altra che lo stesso cliente sia in grado di distinguere la tipologia di servizio dal momento che come detto precedentemente questa sarà sempre specificata sulla piattaforma.

²⁹⁶ Il legislatore nazionale ha assoggettato il crowdfunding in parte alla Mifid II, richiedendo alle piattaforme un Sistema di indennizzo a tutela degli investitori e una più chiara policy sui conflitti di interesse.

Quest'ultimo aspetto, non meno importante del primo, potrà essere garantito solamente quando sarà presente un elevato grado di educazione finanziaria a livello nazionale. L'importanza di un'istruzione di base nel campo economico-finanziario, come ripetuto più volte sia in termini di partecipazioni ai mercati e scelte di investimento sia in termini di *investor protection*²⁹⁷, la rende un prerequisito fondamentale non solo per garantire quella tutela del risparmio laddove il legislatore deve esprimersi o non è chiaro, dal momento che un investitore consapevole ed istruito è in grado di riconoscere e fronteggiare i rischi da solo, ma anche per permettere all'Italia di seguire quel processo di rinnovamento tecnologico del settore finanziario cominciato con l'avvento delle *fintech*. Si auspica perciò l'introduzione di strategie a livello nazionale che vadano a colmare quel gap che contraddistingue l'Italia rispetto agli altri paesi europei e che diffondano quella base di conoscenze che permettano ai risparmiatori, prima di tutto, di capire come l'investimento sia fondamentale per la protezione del proprio capitale e il miglioramento della propria qualità della vita e che permettano poi di istruirli affinché possano prendere decisioni più consapevoli su come e dove investire. In questo senso si sta muovendo l'Italia, con la strategia promossa dal Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria²⁹⁸, che mira ad offrire un'educazione finanziaria a tutti i cittadini, in particolare quelli più vulnerabili, al fine di garantire agli stessi un futuro più sereno e sostenibile. E' importante precisare che tale strategia nasce come conseguenza delle numerose campagne promosse in passato, che erano per lo più indirizzate a gruppi di persone e non alla totalità dei cittadini, risultando perciò inefficaci a livello nazionale.

In tale contesto è poi importante evidenziare come i *robo advisors* potrebbero essere dei mezzi fondamentali per fare da volano e promuovere l'istruzione finanziaria tra i risparmiatori, dal momento che porterebbe benefici in primo luogo agli stessi consulenti automatizzati, che non godendo di quel rapporto di fiducia, di vitale importanza per gli investitori più ineducati finanziariamente, devono fare leva sulle capacità e sulla cultura dei clienti. Difatti solo delle conoscenze economico-finanziarie di base permetteranno agli stessi di capire il valore e la qualità dei servizi offerti dai robo advisor.

4.2 Le prossime sfide della robo advice

Nonostante la regolamentazione possa portare numerosi benefici in termini di fiducia e di successo del servizio, i *robo advisor* avranno sicuramente un ruolo più decisivo per la propria affermazione.

²⁹⁷ Cfr. Giofrè M., *Financial education, investor protection and international portfolio diversification*, in *Journal of International Money and Finance*, Volume 71, March 2017, Pages 111-139; Reifner U. Schelhowe A., *Financial Education*, *Journal of Social Science Education*, Volume 9, Number 2, 2010, pp. 32-42.

²⁹⁸ Per un approfondimento sulla consultazione si veda il sito internet: <http://open.gov.it/itaedufin/>.

Questi dovranno sapersi presentare effettivamente come un servizio *disruptive*, per lo meno in Europa, ed acquistare la fiducia del pubblico come avvenuto oltre oceano²⁹⁹.

Secondo quanto sostenuto dagli autori Bower e Christensen³⁰⁰, per potersi definire tale, un'innovazione disgregante deve:

- attirare la clientela di fascia più bassa, non servita, in tutto o in parte, dagli attuali operatori;
- portare qualcosa di nuovo, attraverso la tecnologia, in termini di funzionalità, servizio o prodotto, che sia in grado di sostituire o rendere obsoleto quanto esistente sul mercato;
- essere in grado di conquistare di una quota di mercato piuttosto grande a discapito dei player attualmente presenti sul mercato.

Se per un verso i consulenti automatizzati in Europa, e nello specifico in Italia, hanno già le potenzialità per definirsi *disruptive*, in termini di tecnologia e nuovi benefici apportati³⁰¹, questi hanno avuto e tuttora hanno difficoltà a palesarsi come tali. Come visto nel capitolo terzo infatti, la *robo advice* non è riuscita, almeno in Italia, vuoi per l'assenza di educazione finanziaria o la totale ignoranza sul fenomeno in oggetto, ad attirare l'attenzione della clientela mass market, ossia la fascia più bassa, che dovrebbe intravedere in questa, un'opportunità *low-cost* per accedere ai servizi di consulenza. Tuttavia è da qui che passa la fortuna di tali fintech. Solamente l'affiliazione di questa fascia di clientela permetterà ai consulenti automatizzati di gestire masse di capitali sufficienti a competere con gli *incumbents* e di raccogliere capitali non ancora serviti dalle banche, per ragioni di costo o di volumi, che altrimenti sarebbero difficili da strappare agli stessi, essendo un fenomeno ancora in fase di sviluppo. Inoltre sono proprio questi clienti che, non avendo avuto molte esperienze in termini di investimento e consulenza, dovrebbero apprezzare maggiormente l'offerta di prodotti relativamente semplici e poco rischiosi. Perciò si ritiene che solamente una volta conquistata questa fetta di mercato i consulenti automatizzati saranno in grado di attirare anche le altre, rappresentate dalle fasce di clientela più alte, e allo stesso tempo di sofisticare e diversificare la propria offerta in modo da poter soddisfare quante più esigenze e bisogni particolari. L'attrazione di quel segmento

²⁹⁹ Cfr. Figura 1 per confronto masse gestite tra Italia, Europa e Stati Uniti.

³⁰⁰ Bower J.L., Christensen C.M., *Disruptive Technologies: Catching the wave*, Harvard Business Review, January-February 1995. I due Autori contrappongono l'innovazione *disruptive* a quella *sustaining*, che si caratterizza per essere seguita da chi detiene grandi fette del mercato di riferimento. Al contrario della tecnologia *disruptive* che tende ad innovare profondamente il modo di fare business e ad allargare quanto più possibile il novero dei potenziali fruitori, questa si focalizza sulla massa di clienti esistenti, solitamente appartenenti alla fascia alta, in quanto già redditizi e meno rischiosi da servire rispetto a clienti nuovi ed ambisce a migliorare e potenziare le funzionalità dei prodotti principali.

³⁰¹ Volendoli riepilogare i principali benefici si riferiscono: all'accessibilità, essendo un servizio aperto a tutti e comprensibile da tutti, non facendo discriminare in termini di ammontare minimo richiesto; alla trasparenza, potendo confrontare facilmente le informazioni sui vari consulenti automatizzati sia per quanto riguarda le strategie e le logiche utilizzate sia per i costi del servizio; alla qualità, che si riferisce non solamente a quella dei prodotti offerti o alle performance conseguite ma anche all'*user experience* e alla facilità d'uso della piattaforma online. Per un approfondimento in merito si veda, tra i tanti, Pia P. 2017, *op. cit.*, pag 90-92.

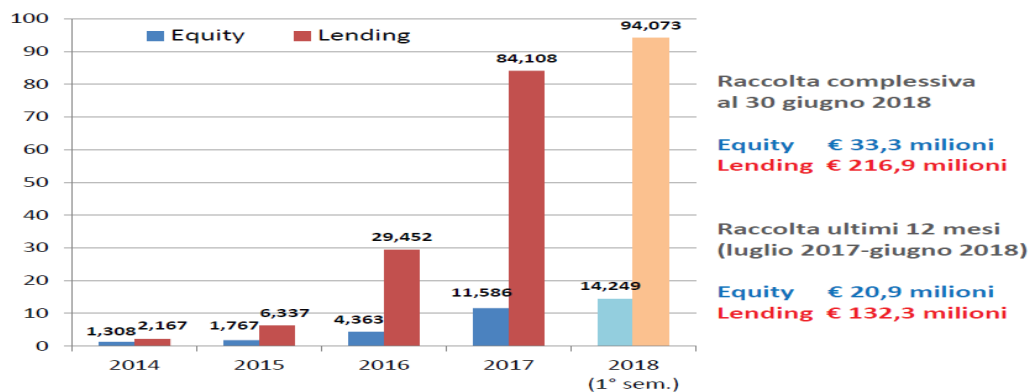
diviene quindi l'ostacolo principale da superare per consentire alla robo advice di rivelarsi come una vera e propria innovazione disruptive e come tale di competere alla pari con gli operatori tradizionali.

Secondo i dati riportati da MyPrivateBanking nel loro report annuale³⁰², solamente una parte (17%) dei clienti mass-affluent si rivolge ad un consulente automatizzato, contro il 43% di soggetti appartenenti a fasce più elevate. Riprendendo il confronto, accennato nel paragrafo precedente, con l'*Equity Crowdfunding*, emerge una situazione paradossale, anche se come vedremo in linea con i dati della Consob presentati nel capitolo terzo. Questo servizio, sempre appartenente al mondo *fintech*, si caratterizza, al contrario di quanto visto nella robo advice, per un'offerta piuttosto particolareggiata e rischiosa. Gli investitori investono in partecipazioni al capitale azionario di piccole e medie imprese, che presentano sulla piattaforma online la propria idea o modello di business. Tale forma di investimento si può perciò considerare molto più rischiosa, ma quindi anche più remunerativa, di quella effettuata attraverso un consulente automatizzato, dal momento che un soggetto è estremamente esposto al rischio specifico della singola impresa e ai rischi connessi agli investimenti in società non quotate (rischio di liquidità) e alle asimmetrie informative con il management delle stesse. Nonostante tali rischi gli investimenti attraverso queste piattaforme sono in continua crescita (vedi Figura 22). A livello logico una situazione del genere parrebbe paradossale se messa a confronto con quella in cui versa la robo advice, dal momento che quest'ultima si presenta come adatta a tutti, con una offerta differenziata a seconda delle proprie esigenze e nata per democratizzare il servizio di consulenza. Tuttavia tale servizio tende ad attrarre per lo più clienti di fascia medio alta, allo stesso modo del *crowdfunding*, che però nasce come forma di investimento alternativa e di nicchia per investitori più sofisticati. Anche se, come detto, ci si aspetterebbe una morfologia diversa dal punto di vista dei fruitori, tali risultati sono in linea con le statistiche relative alla *financial literacy* analizzate precedentemente, le persone più abbienti sono quelle a cui viene associato un maggior livello di cultura ed educazione finanziaria, con tutte le conseguenze che ne derivano a livello di aggiornamento e abitudini di investimento. Solamente persone finanziariamente istruite sono in grado di capire ed utilizzare tali tipologie di servizi, per cui il paradosso esposto non stupisce poi più di tanto, anzi è più facile capire come i tassi di crescita dei volumi raccolti siano più alti nel *crowdfunding* che nella *roboadvice* (in proporzione al loro potenziale³⁰³), offrendo il primo servizi molto più particolari e remunerativi della seconda, utili alla diversificazione del portafoglio.

³⁰² My private Banking, *Investors' Attitudes towards Robo-Advisors – Evidence from the US and the UK*, MyprivateBanking Research.

³⁰³ Si fa riferimento al fatto che la robo advisory potenzialmente si rivolge a tutti i soggetti, dal profilo di rischio più basso a quello più alto, mentre l'*equity crowdfunding* solitamente solo a quelli medio alti presentando rischi maggiori ed essendo una soluzione alternativa di investimento (è difficile pensare a soggetti che investano attraverso questo canale senza prima avere un portafoglio ben diversificato).

Figura 22: Il volume di raccolta delle campagne di equity e lending crowdfunding in Italia. Dati in milioni EUR.



Fonte: Osservatorio Crowdinvesting, 3° Report italiano sul Crowdinvesting, 2018.

Infine seppur il confronto e le considerazioni fatte possano condurre i *robo advisor* a pensare di rivolgersi solamente ai soggetti cd. *High Net Worth Individuals* (HWNI), ossia a quei soggetti che detengono risorse superiori al milione, è importante ricordare come le stesse statistiche della Consob rivelino che difficilmente questi si rivolgano ad un consulente diverso da quello umano, sia per motivi di offerta, più sofisticata di quella di uno digitale, sia per motivi di fiducia, e che seppur si creasse un'offerta più attraente in termini di complessità, questi sarebbero disposti a investire solamente una parte del proprio patrimonio tramite una piattaforma online. Ciò a conferma di come la robo advice debba guadagnarsi la fiducia del mercato attraverso la conquista di quei soggetti non soddisfatti o non serviti dal modello tradizionale di consulenza per poi espandersi su tutte le altre fasce di clientela, una volta divenuti stabili ed in grado di migliorare l'offerta.

4.2.1 L'importanza del Brand e l'engagement

Proseguendo l'analisi dei fattori che si ritengono di importanza fondamentale per la futura ascesa del servizio di consulenza finanziaria automatizzata, si ritiene necessario soffermarsi su due ultimi aspetti relativi al *brand* e all'*engagement*. Con riferimento al primo, come visto nei dati riportati dalla Consob, anche se privo di riscontri o studi teorici a supporto, Sironi³⁰⁴ ritiene che questo possa essere utilizzato come leva per colmare quel gap di fiducia dovuto all'assenza di un contatto umano e che perciò è di primaria importanza per le piattaforme di consulenza online investire molte risorse nel marketing. Lo stesso autore poi specifica come un brand riconosciuto e distinguibile dagli altri permetterà ai nuovi player di non soccombere di fronte alle pressioni competitive degli attuali concorrenti, quali le banche e specialmente nel caso in cui dovessero cominciare ad entrare nel

³⁰⁴ P. Sironi, *op. cit.*

mercato i colossi del campo media, quali ad esempio Amazon, Facebook e Google, che godrebbero sicuramente della fiducia dei propri clienti, grazie al loro nome ed alle loro tecnologie e servizi da sempre fruite da gran parte della popolazione mondiale. Inoltre un brand affermato, e questo vale per qualsiasi tipo di industria, consentirà agli stessi robo advisor di fidelizzare i propri clienti, i quali saranno in grado di distinguere la qualità del servizio, i valori trasmessi e seguiti da ciascuna piattaforma e scegliere di conseguenza quella che più si presta a soddisfare i propri bisogni. Attraverso la fidelizzazione i consulenti automatizzati avranno maggiori capacità non solo di prevedere e capire le dinamiche evolutive delle esigenze dei propri assistiti ma anche di generare ricavi da investire per anticiparle.

Con riferimento al secondo tema, l'*engagement*, ossia il coinvolgimento, l'impegno e la capacità di impostare una relazione duratura, risulta forse essere la sfida più ardua per i robo advisor. Se il brand è importante per acquistare la fiducia del cliente, l'*engagement* lo è ancora di più per non perderla nel tempo e per alimentarla. I consulenti finanziari automatizzati dovranno essere in grado di trasmettere sicurezza ai clienti e fare in modo che questi si sentano accompagnati durante tutto il percorso, dall'*onboarding*, al monitoraggio, fino al disinvestimento finale. Tuttavia la sfera dell'*engagement* non si esaurisce nella mera sfera sensoriale forse la più difficile da raggiungere per una piattaforma online, a meno che non vengano introdotte tecnologie talmente avanzate da permettergli di interagire con il cliente. Affinché un cliente si leghi ad una piattaforma è necessario che questa non presenti problemi, che non risulti perciò lenta o affetta da bug durante il suo utilizzo, ovvero non ci siano rischi relativi alla sicurezza dei propri dati (rischi di *cybersecurity*)³⁰⁵ o di frode, che abbia un'interfaccia facile da usare³⁰⁶, ma più importante ancora sarà, in ottica futura, erogare un servizio che sia quanto più in linea con le attitudini di coloro che hanno un rapporto quotidiano con la tecnologia in termini di multicanalità e intuitività.

In conclusione, soprattutto lo *shift* generazionale, ossia il passaggio della ricchezza dai soggetti più anziani alla generazione dei cd. *millennials*, amplificherà ancora di più l'importanza del *brand* e dell'*engagement*, dal momento che tali soggetti sono sicuramente più aperti all'utilizzo di servizi online, in continuo contatto con la tecnologia, più informati attraverso l'aggiornamento continuo fornito dai social media e, secondo numerosi studi³⁰⁷, più attenti a tematiche sociali e ai valori espressi

³⁰⁵ Questo tipo di rischio è quello che mette più a rischio e in dubbio il futuro della robo advice, dal momento che anche solo un caso di malfunzionamento potrebbe far perdere la fiducia nel servizio da parte di tutti gli attuali fruitori e dare adito alle preoccupazioni sollevate dai suoi detrattori.

³⁰⁶ Per un approfondimento sull'importanza di tali caratteristiche si veda, tra i tanti, Dominik Jungl & Verena Dornerl & Christof Weinhardt1 & Hakan Pusmaz1, *Designing a robo-advisor for risk-averse, low-budget consumers*, 2017.

³⁰⁷ Cfr. tra i tanti Deloitte, *Millennials and wealth management Trends and challenges of the new clientele*, 2017; UBS, *Millennials – the global guardians of capital*, 2017; Kristin Andree, *Why financial advisers shouldn't ignore millennials*, 2015.

ed associati alle aziende. Perciò sarà fondamentale per il successo della *robo advice*, ed in particolare di ciascun consulente automatizzato, indirizzare al meglio tali sfide per farsi trovare pronti nel momento in cui i soggetti, che si avvicineranno al mondo degli investimenti ed ai mercati in generale, saranno soggetti *tech savvy* e più educati finanziariamente, in grado perciò di apprezzare le qualità di un servizio tanto utile quanto innovativo.

CONCLUSIONI

Per la maggior parte delle persone l'attività di investimento risulta difficile a causa della mancanza di conoscenze approfondite e della crescente complessità che caratterizza i mercati finanziari ed i prodotti ivi scambiati. La consulenza finanziaria in tale contesto si pone come tramite tra gli individui ed i mercati, al fine di indirizzare e facilitare il miglior impiego del risparmio attraverso un'allocazione quanto più efficiente possibile. Per prima cosa vengono chiarite e definite le esigenze del cliente, attraverso un'attenta analisi di quelli che sono i bisogni e le abitudini di consumo dello stesso, per poi passare alla definizione degli obiettivi di investimento, raggiungibili attraverso le raccomandazioni di un consulente esperto.

Dal punto di vista normativo, si è visto come una vera e propria disciplina sulla consulenza finanziaria nasca solamente nel '91, con la legge Sim. Questa andava di fatto a regolamentare per la prima volta un'attività che precedentemente era considerata una professione di stampo commerciale, legata principalmente alla vendita di prodotti piuttosto che finalizzata all'erogazione di raccomandazioni personalizzate. Tuttavia solamente dal 2007 in poi si ha una disciplina uniforme, con l'entrata in vigore della Mifid, dal momento che, già con il recepimento della ISD nel '96, la consulenza era stata declassata a servizio accessorio, quindi esercitabile da tutti senza bisogno di alcuna autorizzazione. Con la direttiva Mifid e la sua successiva evoluzione del 2018 si mira a creare un cd. *level playing field*, ossia un campo di gioco uniforme al fine di stimolare la concorrenza e assoggettare tutti i partecipanti alle stesse regole.

La consulenza finanziaria, che nel tempo ha subito notevoli mutamenti dovuti principalmente ai cambiamenti normativi, si sta scontrando, ormai già da qualche tempo, anche con un altro tipo di trasformazione, quella tecnologica. Le nuove pressioni arrivate dal movimento disgregante del *fintech* hanno influenzato anche il mondo della consulenza, dando origine ad un nuovo tipo di consulente, quello automatizzato. Al pari dei colleghi *fintech*, il cd. *robo advisor*, si presenta sotto la forma di piattaforma online, che eroga raccomandazioni personalizzate ad un costo nettamente inferiore rispetto a quello applicato dagli operatori tradizionali. Seppure questo appare essere il principale vantaggio, i nuovi *player* si differenziano anche per un più alto livello di trasparenza e per l'essere in grado di aprire le porte del servizio a tutti coloro che intendono usufruirne, andando così a togliere l'esclusiva a quei soggetti detentori di grandi patrimoni, più remunerativi ed attraenti per i consulenti umani. Per quanto riguarda l'offerta, si è visto come le raccomandazioni vengano erogate sulla base di algoritmi in grado di creare portafogli, generalmente composti da strumenti passivi già diversificati, e di ribilanciarne la composizione a seconda degli andamenti del mercato.

Questo nuovo modo di fare consulenza si è affermato principalmente in America, dapprima con l'entrata di nuovi player, di matrice *fintech*, in grado di suscitare l'interesse di molti e di competere con i *player* tradizionali, poi con altri di matrice bancaria, che hanno intravisto nel robo advice, un nuovo modello di business scalabile a basso costo, per servire principalmente i clienti già esistenti piuttosto che per attrarne di nuovi. Tuttavia il successo avuto oltre oceano non è stato riscontrato in Europa ed in particolare in Italia.

L'obiettivo del presente lavoro è stato quello di analizzare il fenomeno della Robo advisory, in particolare i motivi per cui tale fenomeno non ha avuto (ancora) successo in Italia, così come in Europa e le prossime sfide, regolamentari e non, che dovranno essere affrontate affinché la consulenza automatizzata sia in grado di entrare a pieno regime come alternativa al modello tradizionale.

Innanzitutto si è visto come la *financial literacy* e le abitudini di investimento siano le principali cause di arretratezza della consulenza automatizzata. I soggetti meno educati finanziariamente sopportano non solo maggiori rischi durante l'arco della loro vita ma sono meno propensi a risparmiare e a partecipare ai mercati, concependo l'investimento più come un rischio che come un'opportunità. Le abitudini d'investimento d'altro canto portano i risparmiatori a fidarsi più di consigli di amici o parenti rispetto a quelli di un esperto o comunque ad investire principalmente in quelli che sono gli strumenti più diffusi, per tradizione in Italia, quali i titoli di stato e le obbligazioni a discapito di strumenti del risparmio gestito e a maggior ragione di strumenti passivi, di più recente diffusione in Europa. Tali dati già in parte spiegano i motivi del differente sviluppo della *robo advice*. In America, infatti, non solo si registra il più alto livello di *financial literacy* ma anche una maggiore partecipazione ai mercati, con circa il 30% degli investimenti totali allocati in strumenti passivi. Se a tali dati si aggiunge poi che le fasce d'età più alte detengono la maggior parte della ricchezza e che le stesse mostrano una minore fiducia e propensione ad utilizzare canali online per la fruizione di servizi finanziari, è facile spiegare gran parte del momentaneo insuccesso dei consulenti automatizzati.

Infine sono state analizzate le sfide che dovranno essere affrontate dal consulente automatizzato e dal regolatore affinché il nuovo modello della *robo advisory* possa affermarsi in Italia. Dal punto di vista regolamentare, si è visto come la *robo advice* ricada nell'ambito della disciplina Mifid, che tuttavia a volte non si presta molto bene ad essere coniugata su un servizio erogato da una piattaforma online piuttosto che da una persona in carne ed ossa. Nonostante l'Esma abbia provato, attraverso l'emanazione di alcune linee guida, a colmare vuoti e a chiarire dubbi, emersi dal difficile adattamento della disciplina sui robo advisor, ne restano ancora alcuni riconducibili principalmente alla scarsa

capacità del questionario di percepire caratteristiche e differenze di ciascun cliente e alla conseguente capacità di garantire allo stesso un'offerta di raccomandazioni sufficientemente personalizzate. Perciò, considerato già il difficile adattamento della disciplina attuale, si ritiene necessario un intervento da parte del regolatore, magari attraverso l'introduzione di regole *ad hoc* per i *robo advisor*, che riescano a disciplinare in modo effettivo ed efficace i nuovi entranti senza lasciare troppa discrezionalità nell'applicazione delle attuali disposizioni. Regole che da una parte tutelino il cliente da un'offerta poco personalizzata e più orientata al prodotto e dall'altra spingano tali piattaforme ad utilizzare tecnologie più sofisticate per la profilazione dei clienti, come tra l'altro avviene in altri ambiti del *fintech*, permetterebbero di eliminare quelle barriere d'entrata dovute all'assenza di un quadro normativo ben definito, che impediscono l'ingresso sia di nuovi *player* che di nuovi clienti. Come avvenuto nell'*equity crowdfunding*, una disciplina che stimoli la concorrenza, protegga gli investitori e favorisca l'investimento consentirebbe alla consulenza automatizzata di diffondere sul mercato i vantaggi di cui si fa portatrice, dallo stimolo della concorrenza alla democratizzazione del servizio, di cui beneficerebbe non solo il consumatore finale ma anche e soprattutto le autorità attraverso mercati più efficienti.

Per quanto concerne invece i *robo advisor*, indipendentemente dai cambiamenti normativi, sarà fondamentale presentarsi come un vero e proprio servizio *disruptive*, capace di guadagnarsi la fiducia di tutti quei clienti non serviti dagli operatori tradizionali, non solo attraverso la qualità del servizio ma anche tramite lo sviluppo di un brand riconoscibile, per poi svilupparsi e specializzarsi per fasce di clientela o di prodotto. Il marketing sarà perciò indispensabile per sostituire quello che è il punto di forza del consulente umano e per diffondere la conoscenza del servizio stesso e dei suoi benefici. Ciò è ancor più vero in ottica prospettica, dal momento che i *Millennials*, presto potenziali fruitori del servizio, attribuiscono al brand un'importanza tanto maggiore rispetto al passato da poter influenzarne totalmente le scelte, specialmente quando si tratta di servizi online.

BIBLIOGRAFIA

ABI, *Digitalizzazione e multicanalità evoluzione dell'uso della multicanalità nelle relazioni banca-cliente*, 2018.

Almenberg, J., Widmark, O., *Numeracy, financial literacy and asset market participation*, Mimeo, 2011.

Almenberga J., Dreberb A., *Gender, stock market participation and financial literacy*, Economics Letters, Volume 137, December 2015.

Amato G., *Il mercato nella Costituzione*, in Quaderni costituzionali, 1992.

Amato G., *L'informazione finanziaria price-sensitive*, Firenze University Press, Firenze, 2013.

Armstrong P., *Financial Technology: The Regulatory Tipping Point, 27 september 2016*, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/20161420_financial_technology_the_regulatory_tipping_points_by_patrick_armstrong_0.pdf.

Arner D. W., Barberis J. N., Buckley, R. P., *The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?*, 2015, in <http://hdl.handle.net/10722/221450>.

Banca d'Italia, *Fintech in Italia. Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, dicembre 2017.

Barca L., Manghetti G., *L'Italia delle banche*, Roma 1976.

Bernheim B. D., Garrett D. M., Maki D.M., *Education and saving: The long-term effects of high school financial curriculum mandates*, Journal of public Economics, 80(3), 2001.

Betterment, *Tax Loss Harvesting White Paper*, 2013.

BI Intelligence, *Forecast: Global Asset Under Management by Robo-Advisors*, 2015. www.biintelligence.com.

Bianchi B., Marcelli R., Mezzacapo V., *Recenti fenomeni di intermediazione finanziaria con emissione di titoli atipici: forme, dimensioni e disciplina*, in Riv. soc., 1982.

Bognetti G., *Il modello economico della democrazia sociale e la Costituzione della Repubblica*, in Verso una nuova Costituzione (a cura del gruppo di Milano), Milano, 1983.

- Bower J.L., Christensen C.M., *Disruptive Technologies: Catching the wave*, Harvard Business Review, January-February 1995.
- Burnmark, *Digital Wealth*, 2017. <http://www.burnmark.com/wpcontent/uploads/2017/Burnmark%20Report%20April17.pdf>.
- Calcagno R. e C. Monticone, *Financial literacy and the demand for financial advice*, Journal of Banking & Finance, 50, 2015.
- Campioni E., V. Larocca, L. Mirra e L. Panaccione, *Financial Literacy and Bank Runs: an Experimental Analysis*, CEIS Research Paper, 2017.
- Capriglione F., *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*, in Colombini - Passalacqua (a cura di), *Mercato e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di stato*, Napoli, 2012.
- Carozzi A.M, *Il metodo Lamfalussy: regole e vigilanza del mercato finanziario europeo (opportunità, limiti, nuove soluzioni)*, Roma, Bancaria, 2007.
- Casanova M., *Voce "Agente di cambio"*, in Enc. dir., Milano, Giuffrè, 1958
- Cassese S., *La nuova costituzione economica*, AA.VV., Roma-Bari, 2012
- CB insights, *The CB Insights Fintech 250*, 2017. <https://www.cbinsights.com/research-fintech250>.
- Commissione Europea, *Attuazione del quadro d'azione per i servizi finanziari: Piano d'azione*, COM(1999) 232, Bruxelles, 11 maggio 1999, disponibile sul sito www.europa.eu.
- Comporti C., *L'integrazione dei mercati finanziari europei e la c.d. procedura Lamfalussy*, in Dir. banc. merc. fin., 2004.
- Consob, *Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches*, 2016.
- Consob, *Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches*, 2017.
- Consob, *La relazione Consulente-Cliente*, 2017.
- Conti C., *La legge sulle SIM. Aspetti di disciplina degli intermediari e di regole del mercato*, in Riv. soc., 1991.

Costi R., *Il finanziamento, la consulenza, il collocamento. I tanti mestieri delle banche*, in G. D. Mosco, F. Vella (a cura di), *Imprese e investitori. Crescita, tutele, interessi*. Collana di “Quaderni di giurisprudenza commerciale”, Giuffrè, Milano, 2008.

Costi R., *Mercato finanziario e attività bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1989

De Benedetto, *Il principio di concorrenza nell'ordinamento italiano*, su <http://rivista.ssef.it/site.php?page=2004112912-0739175&edition=2010-02-01>.

Deloitte, *Millennials and wealth management Trends and challenges of the new clientele*, 2017. www.deloitte.com.

Desai F., *The Fintech Boom and Bank Innovation*, Forbes, 2015.

Di Mascio A., *Wealth Management e Fintech*, Egea, Milano 2018.

Dominik Jung, Verena Dorner, Christof Weinhardt, Hakan Puzmaz, *Designing a robo-advisor for risk-averse, low-budget consumers*, 2017.

Douglas J. L., *New Wine into Old Bottles: Fintech Meets the Bank Regulatory World*, in North Carolina Banking Institute, 20(1), 2016.

EBA, *Discussion Paper on EBA's approach to financial technology (FinTech)*, 4 Agosto 2017.

ESMA, *Final Report. Guidelines on certain aspects of the MIFID II suitability requirements*, 2018 (ESMA35-43-869/28 May 2018).

ESMA, *Orientamenti sulla valutazione delle conoscenze e competenze*, ESMA/2015/1886 IT, 2016.

ESMA, *Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, ESMA n. 2014/1569.

Ferrari R., *L'era del Fintech. La rivoluzione digitale nei servizi finanziari*, Franco Angeli, Milano 2016.

Ferrarini G., *L'attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento: temi e problemi*, in Riv. soc., 1995.

Financial Stability Board, *Fintech credit Market structure: business models and financial stability implications*, 22 May 2017. www.fsb.org.

Finra, *A Snapshot of Investor Households in America*, 2015. www.finrafoundation.org.

Fintech News Hong Kong, *The Case for Robo-Advisory and Digital Wealth*, 2017. <http://fintechnews.hk/1037/various/case-robo-advisory-digital-wealth/>.

Folcia M., Panebianco M., James F., *Robo advisor: l'evoluzione del modello di consulenza finanziaria*, Mk, 4, 2016.

Franza E., *La "product intervention" del mondo MIFID II/MIFIR*, in *Diritto Bancario*, 2017.

Gelis P., Woods T., Kantox, *The Rise of Fintech in Finance How fintech is reshaping the finance sector and how you handle your money*, Hubspot, 2014. https://cdn2.hubspot.net/hub/310641/file-1445626583-pdf/Rise_of_Fintech_in_Finance/Fintech_DEF.pdf.

Giofrè M., *Financial education, investor protection and international portfolio diversification*, in *Journal of International Money and Finance*, Volume 71, March 2017.

Giorgi M., *Robo-Advice: advice: serve una nuova ermeneutica giuridica della consulenza finanziaria*, Fchub, 4 agosto 2018.

Guglielmucci, Magnani C., Jovenitti P.M., *I certificati di partecipazione. Profili civilistici, tributari, negoziali*, Milano, Giuffrè, 1981.

Guizzi F., *La tutela del risparmio nella Costituzione*, «Il Filangieri», 2-4, 2005.

Incorvati L., Marchesini E., *Venditore o consulente? In palio c'è il guadagno*, in *Il sole 24 ore*, 12 dicembre 1998.

Investopedia, *Robo-Advisor (Robo-Adviser)*, 2017, in <http://www.investopedia.com/terms/r/roboadvisor-roboadviser.asp>.

Jagtiani J., Lemieux C., *The Roles of Alternative Data and Machine Learning in Fintech Lending: Evidence from the LendingClub Consumer Platform*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2018.

Jung D., Dorner V., Glaser F., Morana S., *Robo-Advisory: Digitalization and Automation of Financial Advisory*, in *Business & Information Systems Engineering*, 60, 2018.

Juniper Research, *Fintech Futures: Market Disruption, Leading Innovators & Emerging Opportunities 2017-2021*, Juniper, 2017.

- Kahneman D., Tversky A., *Prospect theory: An analysis of decision under risk*, *Econometrica*, 47, 1979.
- Kahneman D., Tversky A., Slovic P., *Judgment under uncertainty: Heuristics and Biases*, New York, Cambridge University Press, 1982.
- Kahneman D., Tversky A., *The framing of decisions and the psychology of choice*, in *Science*, 211, 1981.
- Kaya O., *Robo-advice. A true innovation in asset management*, 10 agosto 2017, Jan Schildbach, Deutsche Bank Research.
- King B., *Bank 3.0: Why banking is no longer somewhere you go, but something you do*, Marshall Cavendish International Asia Pte, 2013.
- Koreto R.J., *Robo-Adviser*, in *Financial Planner Magazine*, Marzo 2002.
- Kpmg, *Digital Banking, I bisogni e le aspettative dei clienti delle banche italiane*, 2016. www.kpmg.com.
- Kpmg, *The Pulse of Fintech Q4 2017*, 13 febbraio 2018. www.kpmg.com.
- Kramer M.M., *Financial literacy, confidence and financial advice seeking*, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 2016.
- Kristin Andree, *Why financial advisers shouldn't ignore millennials*, 2015. <https://www.investmentnews.com/article/20150911/FREE/150919979/why-financial-advisers-shouldnt-ignore-millennials>.
- Lener e Lucantoni P., *Regole di condotta nella negoziazione di strumenti finanziari complessi: Disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 4, 2012
- Lerner, T., *Mobile Payment: Technologien, Strategien, Trends und Fallstudien*, Springer Vieweg, Weisbaden, Germany, 2013.
- Linciano N., Gentile M., Soccorso P., *La relazione consulente-cliente, Addendum al Rapporto Consob sulle scelte finanziarie delle famiglie italiane*, in *Quaderni di Finanza*, Consob 2016.
- Linciano N., Gentile M., Soccorso P., *Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches*, in *Quaderni di Finanza*, Consob 2017.

Linciano N., *La consulenza automatizzata prospettive di sviluppo e profili di attenzione per la tutela degli investitori retail*, Polimi fintech Journey, 2017

Lusardi A., Mitchell O.S., *Financial literacy and planning: Implications for retirement wellbeing* (No. w17078). National Bureau of Economic Research, 2011.

Lusardi A., Mitchell O.S., *The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence*, Journal of Economic Literature, American Economic Association, vol. 52(1), March 2014.

McGraw Hill Financial, *Financial Literacy Around the World: Insights from the Standard & Poor's Ratings Services Global Financial Literacy Survey*, 2015.

Minervini G., *SIM e riorganizzazione del mercato mobiliare. Alcuni appunti su una legge difficile*, in Corr. giur., 1991.

Morlino S., *La Product Governance nel nuovo regime MiFID 2*, Diritto Bancario, 2015.

My private Banking, *Investors' Attitudes towards Robo-Advisors – Evidence from the US and the UK*, MyprivateBanking Research.

Nigro A., *Intermediari finanziari: problemi e prospettive di disciplina*, in Banca, borsa, tit. cred., 1988

Nocera J., *Banking is necessary-Bank are not*, in Fortune, 11 may 1998.

OECD (OCSE), *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*, 2005.

OECD (OCSE), *PISA 2015 Assessment and Analytical Framework: Science, Reading, Mathematic, Financial Literacy and Collaborative Problem Solving*, OECD Publishing, Paris, 2017.

Osservatorio Fintech & Digital Finance della School of Management del Politecnico di Milano. *Fintech & Digital Finance: quale modello per l'Italia?*, 2017. https://www.osservatori.net/it_it/osservatori/comunicati-stampa/fintech-digital-finance-quale-modello-per-la-italia.

Paracampo M. T., *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico*, Giappichelli, Torino 2017.

Phoon K., Koh F., *Robo-Advisors and Wealth Management*, in Institutional Investor Journals, 14 agosto 2018.

Pia P., *La consulenza finanziaria automatizzata*, Franco Angeli, Milano 2017.

Puschmann R. T., *Digitalisierung der Finanzindustrie*, Springer 2016.

Pwc, Netconsulting, *Le aziende del Fintech in Italia, 2017*, <https://www.pwc.com>.

Reifner U. Schelhowe A., *Financial Education*, Journal of Social Science Education, Volume 9, Number 2, 2010

Regan M.P., *Robo-Advisors to Run \$2 Trillion by 2020 if This Model Is Right*, Bloomberg, June 18, 2015. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-18/robo-advisers-to-run-2-trillion-by-2020-if-this-model-is-right>.

Rizzi M., *Fintech Revolution*, Egea, Milano 2016.

Rossi S., *La tutela del risparmio nell'Unione bancaria*, Banca d'Italia, 2016.

Rubba G., *L'impatto ed i risvolti della direttiva MiFID sul Testo Unico Finanza*, in *Innovazione e Diritto* n. 3/2008, Università degli studi di Napoli, ISSN 1825-9871, 2008.

Sangiovanni V., *L'adeguatezza prima e dopo la Mifid*, in *Corr. giur.*, 2018.

Santocchi, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente*, in E. Gabrielli-R. Lener.

Scali L., Vianello S., *StartUp digitali & PMI innovative*, Hoepli, Milano 2016.

Schwinn R., Teo E., *Robots or Humans: Trends in Robo-Advisory Services and Social Online Trading*, Working paper, Sim Kee Boon Institute, 2017.

Sironi P., *FinTech Innovation: From Robo-Advisors to Goal Based Investing and Gamification*, John Wiley & Sons, Chichester UK 2016.

Sovereign Wealth Fund Institute, *Everyone Wants a Robo- Advisor, Right?*, August 27, 2015. <https://www.swfinstitute.org/swf-news/everyone-wants-a-robo-advisor-right-8461344/>.

Tedeschi F., *MiFID - La consulenza finanziaria e l'ambito di applicazione ai promotori finanziari*, *Rivista di Diritto Bancario*, www.dirittobancario.it, dicembre 2008.

The Economist, *Slings and arrows*, Special Report International banking, 2015.

Treanor J., *Digital Revolution Presents Banks with More Change in 10 Years than Last 200*, October 26, 2014, in The Guardian, <https://www.theguardian.com/business/2014/oct/26/banks-digital-revolution-change-regulation-job-losses>.

Troiano V., Motroni R., *La MiFID II, Rapporti con la clientela - governance - mercati*, Wolters Kluwer - CEDAM, Padova, 2016.

UBS, *Millennials – the global guardians of capital*, 2017. www.UBS.com.

Van Rooij M., Lusardi A. Alessie R., *Financial literacy and stock market participation*, Journal of Financial Economics, 2011.

Varga D., *Fintech, the new era of financial services*, in *Vezetéstudomány/Budapest Management Review*, 48 (11), 2017.

Vitaliano D'angerio, *Il Robo-advisor non sfonda: manca cultura finanziaria*, Sole24Ore, Febbraio 2018.

Wealthfront, *Tax Loss Harvesting White Paper*, 2013.

Willis, I.e. (2008), *Against Consumer Financial Literacy Education*, in «Iowa law review», 2008.

Zatti F., *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in AA.VV. *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010.

Zitiello L., *Decreto Eurosim: la disciplina degli intermediari e delle attività*, in *Società*, 1996.

Zitiello L., *Lo sviluppatore bancario, in Distribuzione integrata di prodotti bancari, finanziari e assicurativi: soggetti, competenze, responsabilità*, ITA, Atti di Convegno, Milano, 6-7-8 maggio 2002

RIASSUNTO

CAPITOLO PRIMO: L'EVOLUZIONE NORMATIVA DELLA CONSULENZA FINANZIARIA

1.1 La tutela del risparmio nell'ordinamento nazionale ed europeo

La consulenza finanziaria rappresenta uno degli istituti attraverso cui il regolatore nazionale ed europeo mirano a dare concretezza al principio della tutela del risparmio. Tale principio viene riconosciuto e stabilito sia nella costituzione che nei trattati europei.

Con riferimento alla Costituzione, sono di particolare rilevanza gli articoli 41 e 47, che rappresentano il fulcro della disciplina nazionale in materia di diritto dei mercati finanziari e riflettono il carattere liberale ed interventista della Costituzione.

L'art. 41 sancisce la libertà dell'iniziativa economica privata, concepita dai padri Costituenti come valore da tutelare al fine di salvaguardare e proteggere il potere d'acquisto, oggi andrebbe inteso come "quello che grazie all'esistenza e al corretto funzionamento del mercato si risolve in un investimento finanziario". In breve l'art. 41 rappresenta il presupposto per il riconoscimento dell'efficienza del mercato come valore costituzionale, dal momento che il suo corretto funzionamento risponde sia ad un interesse pubblico che di tutela del singolo consumatore ed investitore

L'art. 47 fa espressamente riferimento al risparmio, sancendo la libertà dell'iniziativa economica privata e proclamandola valore, oltre che da tutelare, anche da incoraggiare in tutte le sue forme. Dalla lettura del comma 2, si deduce che la volontà dei Costituenti era quella di proteggere quei soggetti più deboli e quindi meritevoli di maggiore tutela.

A livello europeo invece, si fa spesso riferimento ai principi sulla libertà di stabilimento (artt. 49 e ss. TFUE) a quelli sulla libera circolazione dei capitali (artt. 26, 56, 63 TFUE) per le direttive in ambito finanziario. A questi si aggiunge poi l'art. 114 TFUE che è finalizzato all'armonizzazione delle norme per la creazione di un mercato unico europeo.

1.2 La consulenza finanziaria prima di MIFID

La disciplina sulla consulenza finanziaria ha subito, negli anni, profondi cambiamenti interpretativi. Innanzitutto è necessario premettere che fino agli anni '80 non c'era una disciplina organica in materia di mercati finanziari, se non limitatamente alla borsa. Con la legge Sim, del '91, la "consulenza in valori mobiliari" viene introdotta tra "le attività di intermediazione mobiliare" il cui esercizio professionale veniva riservato alle società di intermediazione mobiliare" ed altri soggetti (quali banche, società fiduciarie e agenti di cambio) e subordinato ad iscrizione ad apposito albo tenuto dalla Consob per le Sim, mentre previa autorizzazione della Banca d'Italia per gli altri istituti.

La Investment Services Directive (ISD), varata dal Consiglio Europeo nel 1993, puntava a realizzare il mercato interno Europeo nel settore delle imprese di investimento. Il suo recepimento nel '96 portò al declassamento della consulenza in materia di servizi finanziari a mero servizio accessorio, liberalizzandola di fatto dall'insieme di attività riservate esclusivamente alle Sim, divenendo esercitabile da chiunque al di fuori del controllo delle autorità di vigilanza (Consob e Banca d'Italia).

1.3 La direttiva Mifid, verso un nuovo contesto normativo

A cinque anni di distanza dall'emanazione della ISD, la disciplina in materia di servizi di investimento tornava già ad essere oggetto di rivisitazione con il Piano d'Azione dei Servizi Finanziari (Financial Services Action Plan - FSAP) ad opera della Commissione Europea. Il Consiglio Europeo stabiliva che per il perseguimento di tali obiettivi fossero necessari 42 provvedimenti sui differenti settori dell'intermediazione (mobiliare, bancario, assicurativo ecc.). Tra questi provvedimenti, la direttiva 2004/39/CE Mifid (Market in Financial Instruments Directive), emanata in base al modello Lamfalussy, andava a sostituire la ISD.

Tra le tante novità introdotte dalla nuova disciplina, la più importante, ai fini del presente lavoro, risulta essere il reinserimento della consulenza in materia di investimento tra i servizi riservati e sottoposti ad autorizzazione. Inoltre vi è l'introduzione di una nuova classificazione della clientela, che distingue tre diverse categorie di clientela che si caratterizzano per diversi livelli di tutela verso gli intermediari, in ordine decrescente: clienti al dettaglio, clienti professionali e controparti qualificate.

Tra gli obblighi degli intermediari, di particolare rilievo è la regola della "best execution" in cui si richiede alle imprese di investimento di adottare tutte le misure per ottenere il miglior risultato possibile per i loro clienti, tenuto conto del prezzo, dei costi, della rapidità e della probabilità di esecuzione e di regolamento, delle dimensioni, della natura, dell'ordine o di qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione. Un altro vincolo imposto da Mifid per assicurare e garantire la tutela degli investitori riguarda le informazioni che devono essere raccolte e scambiate in relazione alla tipologia di servizio prestato e clientela. Con i principi di adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione, la tutela del risparmiatore-investitore viene garantita anche a seconda del servizio prestato, ossia della discrezionalità che caratterizza l'intermediario in quello specifico servizio. Il primo si applica ai servizi di consulenza finanziaria e gestione di portafogli, che si caratterizzano per maggiore discrezionalità rispetto agli altri, e richiede all'intermediario di raccogliere dal cliente informazioni quali: le proprie esperienze e conoscenze in materia di investimenti; la propria situazione finanziaria; i propri obiettivi di investimento. Nel caso in cui non riuscisse a raccogliercle o si accorgesse che queste siano palesemente false, l'intermediario deve astenersi dalla prestazione del servizio.

Con la nuova direttiva viene inoltre chiarita l'ambiguità circa il servizio, distinguendo tra consulenza cosiddetta specifica, annoverata tra i servizi principali, e quella generale, rientrante tra i servizi accessori. La prima, definita come “prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari” si caratterizza per due elementi, uno di carattere soggettivo, ossia la raccomandazione personalizzata ad uno specifico cliente, ed uno oggettivo riguardante gli strumenti finanziari oggetto di consulenza. Dalla lettura del considerando 79 della Mifid (73/2006/CE) si ottiene invece una definizione di consulenza generale: “La consulenza in merito a strumenti finanziari fornita in un quotidiano, giornale, rivista o in qualsiasi altra pubblicazione destinata al pubblico in generale (incluso tramite Internet) o trasmissione televisiva o radiofonica non deve essere considerata come una raccomandazione personalizzata” che si caratterizza per l'essere rivolta ad un pubblico indistinto e quindi mancante di un carattere di personalizzazione. Per la consulenza c.d. specifica si applicano tutte quelle regole di comportamento approfondite precedentemente tra cui obblighi informativi e i principi di adeguatezza ed in qualità di servizio di investimento può essere esercitato solo dai soggetti abilitati tramite autorizzazione dall'organo di competenza. Al contrario il servizio di consulenza generica, rientrante tra i servizi accessori può essere svolto da chiunque senza particolari requisiti.

La Mifid viene recepita in Italia nel 2007, attraverso il D.Lgs n.164, con la conseguente modificata del TUF, aggiornamento del Regolamento Intermediari e Regolamento Mercati della Consob ed emanazione del Regolamento congiunto da parte di Consob e Banca d'Italia.

1.4 Mifid II, novità e conferme della normativa vigente

La crisi finanziaria del 2008 scoppiata negli Stati Uniti e propagatasi poi anche in Europa, ha contribuito a far emergere l'inadeguatezza dell'assetto normativo europeo, in tema di banche e mercati finanziari, che hanno condotto il legislatore a riformare l'impostazione della disciplina corrente sulle stesse.

Per quanto riguarda invece le riforme avvenute sui mercati finanziari, nel 2014 con la direttiva n. 65 dell'UE, nota anche come Mifid II, e con il regolamento n. 600 dell'UE, c.d. Mifir, viene rivisitato l'assetto normativo della precedente Mifid I. Tale normativa sarà poi recepita in Italia, tramite modifiche del TUF, solamente il 3 gennaio 2018 con la modifica dei relativi regolamenti Consob. Il punto cardine della Mifid II continua ad essere la tutela degli investitori-risparmiatori finalizzata a rinforzare la fiducia nei mercati finanziari. Sul piano dei contenuti della normativa, i regimi di adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione relativi ai servizi prestati e la classificazione della clientela non sono oggetto di modifiche, tuttavia sono molte le novità, sia in termini di mercati che di intermediari.

Le principali novità riguardano: la consulenza finanziaria su base indipendente, la *product governance* e la *product intervention*. La *product governance* ha l'obiettivo di ridurre i rischi che

alcuni prodotti collocati e/o emessi non siano adeguati alle caratteristiche del cliente finale, adattando già in fase di creazione il prodotto finanziario ad una clientela specifica (target), in modo tale da realizzare una adeguata verifica estesa e dunque non solo a valle, tramite i distributor, ma anche a monte in fase di emissione dei prodotti da parte dei *manufacturer*. Ai primi verrà poi richiesto di valutare i rischi di tali prodotti e di far sì che il loro collocamento sia coerente con la clientela target. La *product intervention* si riferisce ai poteri di intervento affidati all'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) dalla nuova direttiva. In particolare L'ESMA con i poteri della *product intervention* può intervenire per limitare o vietare la vendita di alcuni prodotti qualora ritenesse che la loro commercializzazione può esporre gli investitore e la stabilità del sistema finanziario a rischi eccessivi. E' bene specificare che una misura del genere viene introdotta ed adottata solo per casi estremi, che violano in modo rilevanti i principi su cui si basa la regolamentazione, non per qualsiasi tipo di infrazione.

1.5 La consulenza finanziaria in Mifid II

La definizione di consulenza finanziaria continua ad essere quella già presente in Mifid I, tuttavia la disciplina è sicuramente una delle materie che ha subito modifiche più profonde con l'avvento della Mifid II in termini di soggetti, trasparenza e incentivi. Per quanto riguarda i primi, banche e imprese di investimento possono servirsi di dipendenti nelle proprie sedi, in possesso di un grado di conoscenze e competenze, oppure di esperienza, adeguati, e di consulenti finanziari in caso di offerta fuori sede, i quali sostituiscono i promotori finanziari della normativa previgente. Tra il novero di soggetti ai quali è estesa la possibilità di esercitare il servizio di consulenza troviamo anche i consulenti finanziari autonomi, ossia le persone fisiche in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza, patrimoniali e organizzativi, e le società di consulenza, che potranno servirsi di tali consulenti per operare fuori sede. Consulenti finanziari, dipendenti (ex promotori finanziari) ed autonomi (o indipendenti), e società di consulenza devono essere iscritti all'albo unico dei consulenti finanziari per poter prestare il servizio. A consulenti autonomi e società di consulenza si applicano le stesse regole applicate agli altri in termini di condizioni e procedure di autorizzazione, norme di comportamento e requisiti organizzativi. Questi si caratterizzano per l'essere svincolati e indipendenti da ogni tipo di rapporto con società prodotto ("*manufacturer*") ed intermediari distributori ("*distributor*"). La peculiarità di questi soggetti, infatti, sono i requisiti di indipendenza dettati dal legislatore, oltre a quelli di onorabilità e professionalità, secondo cui essi non devono intrattenere, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, rapporti di natura patrimoniale o professionale o di altra natura, con emittenti, intermediari e soggetti a loro collegati. Inoltre a fronte del servizio prestato possono essere ricompensati solo tramite parcella ("*fee*"), come qualsiasi altro professionista, ed agli stessi è vietato ricevere "alcuna forma di beneficio da soggetti diversi dal cliente al quale è reso il servizio.

Con l'avvento di Mifid II anche la profilatura del cliente e la valutazione dell'adeguatezza subiscono dei cambiamenti. In particolare la valutazione di adeguatezza risulta rafforzata aumentando le informazioni che gli intermediari ed i consulenti sono tenuti a raccogliere nel momento della profilatura del cliente. Oltre alle informazioni circa le esperienze, competenze e situazione finanziaria, con la nuova normativa, si aggiungono quelle sulla capacità del cliente di sostenere perdite, sempre in funzione della propria situazione finanziaria, e quelle sulla tolleranza al rischio in relazione agli obiettivi di investimento.

Anche per quanto riguarda gli obblighi informativi la Mifid II introduce disposizioni finalizzate a garantire una maggiore protezione degli investitori. L'impresa di investimento, in tempo utile prima della prestazione delle consulenze, deve comunicare al cliente: se la consulenza è fornita su base indipendente o meno; se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari; se l'impresa di investimento fornirà ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari ad essi raccomandati.

Vengono infine introdotti, nel caso di consulenza finanziaria su base indipendente, incentivi (*inducements*) monetari e non ammissibili, purché il cliente ne sia chiaramente informato, che possano migliorare la qualità del servizio offerto e che non possano essere considerati arrecare pregiudizio alla capacità delle imprese di investimento di agire nel migliore interesse dei loro clienti.

CAPITOLO SECONDO: APPLICAZIONE DELLA TECNOLOGIA ALLA FINANZA

2.1 La rivoluzione Fintech (Financial Technology)

Da almeno un decennio il settore finanziario, quello bancario in modo specifico, sta attraversando trasformazioni tanto importanti e profonde da imporre una vera e propria revisione del modello di business orientato a servire meglio ed a costi più bassi i clienti. Alla base di tale cambiamento si pongono tutti i processi legati alla tecnologia e alla digitalizzazione. Gli intermediari finanziari, banche per prime, sono posti di fronte ad un bivio storico che impone loro di capire se e come adeguare prassi e processi di business al fine di poter affrontare le sfide derivanti dal cosiddetto Fintech. Questo neologismo inglese nasce dalla fusione di due termini e, pertanto, dalla fusione di due mondi: quello della finanza e della tecnologia.

Tra gli studiosi non è presente una definizione univoca del fenomeno in oggetto. Non c'è comunanza di vedute, ad esempio, sul fatto che solo le società finanziarie emergenti, basate sulla tecnologia, possano essere chiamate Fintech o se tale definizione possa riguardare anche gli *incumbent* che innovano un servizio o prodotto sulla base della più innovativa tecnologia. Altrettanto difficile concordare sull'individuazione o meno di una soglia di capitalizzazione del mercato da utilizzarsi per distinguere il Fintech dagli intermediari finanziari tradizionali. Al di là di queste differenze, però, le

definizioni elaborate sono tutte concordi nello stabilire che il termine Fintech vada riferito a società che sviluppano servizi e prodotti finanziari facendo un uso molto più intenso della tecnologia.

Un altro problema riguarda il collocamento temporale della nascita di tale fenomeno. Sebbene generalmente la nascita del Fintech sia storicamente collocata nel 2008, a cavallo della crisi finanziaria globale che in quell'anno ebbe inizio, alcuni autori, hanno messo in luce come, ad un'analisi più attenta, il rapporto tra tecnologia e finanza sia ben più risalente di quello che solitamente si sia portati a credere ed attraversi un percorso evolutivo che si articola in tre macro-fasi: 1866 – 1967, dove si scorgono i primi effetti dell'uso delle tecnologie di comunicazione (telegrafo o il telefono) per la conclusione di rapporti finanziari; 1967 – 2008, seconda fase, che inizia proprio con la comparsa delle ATM, si contraddistingue per una crescente integrazione tra servizi bancari-finanziari e utilizzo degli strumenti informatico-telematici; del 2008 in poi, in cui tuttora è incorso un vero e proprio processo di “democratizzazione” dell'offerta delle attività finanziarie attraverso la digitalizzazione degli stessi.

Le aree di maggiore concentrazione, sia a livello di investimento che di numerosità, risultano essere il Nord America, Cina e Regno Unito, sebbene quest'ultima abbia registrato un forte calo in seguito alla Brexit. Secondo un'analisi realizzata da KPMG, sulle prime 100 Startup FinTech al mondo, le aree di maggiore concentrazione sono distribuite nel seguente modo: *Lending* (37%): tale area riguarda i *marketplace online* dedicati a prestiti *peer to peer* che, in quanto tali, non necessitano dell'intervento di intermediari creditizi tradizionali. L'area in questione è quella che, a livello mondiale, ha registrato negli anni i maggiori tassi di crescita in termini di investimenti ricevuti, i quali, infatti, dal 2012 al 2015, sono aumentati del 188%; *Payment* (21%): si tratta del settore più maturo del FinTech perché quello sviluppatosi per primo; *InsurTech* (14%): nato dalla sintesi del mondo assicurativo con quello tecnologico, tale settore del Fintech è uno di quelli a maggiore crescita. In questo ambito, infatti, è stata colta l'opportunità derivante da un trend emergente: le polizze personalizzate e vendute tramite piattaforme online; *RegTech* (9%): tale area comprende aziende che offrono servizi, utilizzando tecnologie innovative, indirizzati di solito agli intermediari finanziari, che permettono a questi ultimi di adeguarsi facilmente e più rapidamente ai numerosi requisiti imposti dalla regolamentazione; *Wealth Management* (7%): nel quale rientrano le soluzioni di *Robo Advisory*; *Digital Currencies* (6%), dove la *blockchain* ha permesso il diffondersi di numerose valute virtuali; *Startup* che svolgono attività in ambito capital markets (3%); *Crowdfunding* (2%). Per quanto riguarda l'Italia invece, secondo uno studio condotto da PwC, i servizi che sembrano aver avuto maggior successo, con l'ondata innovativa portata dal fintech, sono il *Crowdfunding*, il *Wealth & Asset management*, il *Payment* ed il *Lending*.

2.2 La nascita della consulenza automatizzata

Negli ultimi anni, oltre alle trasformazioni normative subite dalla consulenza finanziaria se ne sono affiancate altre legate alla tecnologia, che è riuscita a divenire parte integrante del servizio, acquisendo le capacità di soddisfare meglio ed a costi più bassi tutti i clienti, a prescindere dalla dimensione del patrimonio finanziario di cui essi dispongono.

I primi robo-advisor sono stati introdotti dopo la crisi finanziaria globale del 2008, in un momento in cui gli investitori mostravano una preferenza per portafogli a basso rischio e per una gestione passiva degli investimenti. Le prime società a nascere sono state: Betterment (2008), Personal Capital e Motif (2009) e poi Wealthfront (2011). Nello stesso periodo, nel Regno Unito, nacque Nutmeg (2010). Il resto d'Europa, invece, è partito con un leggero ritardo, riuscendo però in seguito a recuperare un po' di terreno. In Italia, invece, la FinTech italiana di maggiore potenziale, vincitrice proprio nel 2015 del premio dell'OpenSummit di StartupItalia come migliore Fintech dell'anno è *MoneyFarm*, nata nel 2011.

Secondo Investopedia i robo-advisor possono essere definiti come *“piattaforme digitali che forniscono servizi di pianificazione finanziaria automatizzati e guidati da algoritmi con poca o nessuna supervisione umana. Un tipico robo-advisor raccoglie informazioni dai clienti sulla loro situazione finanziaria e sugli obiettivi futuri attraverso un sondaggio online, quindi utilizza i dati per offrire consulenza e/o investire automaticamente le risorse dei clienti”*. Tali piattaforme nascono poi dall'esigenza di democratizzazione del servizio, ossia da una necessità ed opportunità di aumentare la platea dei destinatari e di favorire l'inclusione finanziaria di soggetti generalmente esclusi da tale servizio, soddisfacendo nel contempo le esigenze proprie delle nuove generazioni in un mercato sempre più evoluto e tecnologico.

Le principali caratteristiche dei robo advisor sono i costi contenuti, la semplicità e la velocità di erogazione del servizio, che complessivamente non vanno ad intaccare la qualità del servizio.

2.3 Funzionamento

Il tipico processo di consulenza automatizzata prevede il succedersi di tre passaggi: profilazione iniziale degli investitori; implementazione di strategie di investimento; monitoraggio e valutazione di queste ultime.

Con i robo advisor la profilazione dell'investitore, condotta tradizionalmente durante le interviste di persona e mediante interazione bilaterale, è sostituita da questionari online che attraverso poche domande, solitamente al massimo 15, intende identificare gli obiettivi finanziari dei clienti, gli orizzonti di investimento e la tolleranza al rischio. Sulla base dei dati forniti relativamente alla fascia d'età, propensione al rischio, patrimonio da investire, orizzonte temporale, esperienza, capacità di

subire perdite e obiettivi, dunque, il programma algoritmico propone un modello di portafoglio personalizzato per gli investimenti del cliente.

Per quanto riguardano le strategie di investimento, solitamente, i robo advisor utilizzano un approccio basato sulla cd. *Modern Portfolio Theory* di Markowitz, dove vengono utilizzate la volatilità, i rendimenti attesi e le correlazioni di un intervallo di classi di attività come parametri di input al fine di creare un portafoglio a rendimento massimo e varianza minima, situato sulla frontiera efficiente. Seguendo un approccio *top down* viene innanzitutto definita l'asset allocation strategica, ossia la struttura che il portafoglio dovrà mantenere per l'holding period stabilito, in termini di tipologia di attività e relativo peso, l'eventuale asset allocation tattica, che consiste nella valutazione dell'andamento delle variabili reali ed economico-finanziarie, al fine di sfruttare temporanee fasi del mercato, e si conclude con lo stock picking, ossia la selezione dei singoli titoli. Generalmente lo *stock picking* viene effettuato su prodotti finanziari passivi, quali gli ETF, che consentono di ottenere una diversificazione più ampia a costi ridotti. Le strategie di ribilanciamento si basano sui concetti di tempo e di soglia nonché su una combinazione tra i due. Le prime sono quelle che ribilanciano i portafogli con regolarità settimanale, mensile, trimestrale o annuale. Le seconde riequilibrano i portafogli quando essi si discostano per una percentuale minima predeterminata da determinati obiettivi.

2.4 Modelli: D2c, B2b, hybrid advisory

Tra i servizi di consulenza automatizzata oggi in uso è possibile individuare almeno tre modelli, principalmente distinti sulla base del grado di automazione esistente: *Pure Robo-advice (D2C – Direct to Consumer)*, dove l'automazione caratterizza ogni fase del processo di fruizione del servizio ed i clienti possono investire in maniera autonoma il proprio denaro; *Robo advisor B2B*, ossia *business to business*, dove gli strumenti automatizzati sono mezzi a supporto del *private banker* per ottimizzarne e supportarne l'attività di consulenza; *Hybrid robo-advisor*, che combina l'elemento umano e l'elemento digitale in una o più fasi del processo.

2.5 La Regolamentazione

Negli ultimi anni, è aumentata l'attenzione da parte delle autorità europee, interessate a salvaguardare la tutela del consumatore. A tale scopo, dal 2015 è stato avviato un processo esplorativo del tema in oggetto con il fine di comprendere meglio le caratteristiche proprie della robo advisory nella duplice ottica dei potenziali benefici e degli eventuali rischi ad esso associati, e con l'attento scrupolo di considerare sia il punto di vista del consumatore che quello delle istituzioni creditizie. L'impegno assunto era quello di intervenire qualora l'indagine avesse evidenziato eventuali rischi, proponendo una risposta di tipo regolamentare o di altra natura. Al termine della consultazione, però, le autorità europee non hanno assunto alcuna drastica o rivoluzionaria posizione e si sono pertanto astenute da

un intervento regolamentare supplementare. Ne consegue che la normativa vigente, Mifid II, trova applicazione al servizio prestato, a prescindere dal mezzo utilizzato.

Successivamente, nel 2018, l'Esma ha pubblicato il *Final Report*, recante le linee guida in tema di adeguatezza per coloro che prestavano il servizio di consulenza per mezzo di un algoritmo. Con tali *guidelines* il regolatore europeo ha inteso estendere l'ambito applicativo delle disposizioni Mifid alla consulenza finanziaria automatizzata. Sebbene poi, L'Esma, inizialmente, nella consultazione, antecedente al *Final Report*, aveva inteso dettare disposizioni aggiuntive alla Mifid II per i servizi di robo advice, attraverso le guidelines, di fatto aumentando da una parte gli obblighi operativi in capo a tali imprese ma dall'altra riducendone taluni rischi, successivamente, l'Autorità è tornata sui propri passi, stabilendo di non voler introdurre requisiti aggiuntivi ma piuttosto di richiedere requisiti organizzativi a queste imprese finalizzati alla corretta e trasparente gestione e governo degli algoritmi attraverso cui si presta il servizio.

CAPITOLO TERZO: LO SCARSO SVILUPPO DELLA ROBO ADVISORY IN ITALIA

3.1 Il principale ostacolo: la *financial literacy*

L'educazione finanziaria, secondo l'OCSE, è “il processo attraverso il quale consumatori e investitori migliorano le proprie capacità cognitive circa prodotti, concetti e rischi in ambito finanziario e, grazie a informazioni, istruzione e/o consigli imparziali, sviluppano le abilità e la fiducia nelle proprie capacità per diventare maggiormente consapevoli delle opportunità e dei rischi finanziari, per fare scelte informate, per sapere dove andare in caso di necessità e per intraprendere altre iniziative efficaci per migliorare il proprio benessere finanziario”.

Secondo le principali statistiche internazionali sulla *financial literacy*, la S&P Global FinLit Survey risalente al 2015 e PISA 2015, l'Italia non ricopre mai le prime posizioni internazionali ed europee, anzi a livello europeo si posiziona ben al di sotto della media. In Europa, sono le nazioni situate più a il Nord che si caratterizzano per livelli di alfabetizzazione finanziaria nettamente più elevati rispetto al resto. Secondo i risultati di Pisa 2015, indagine condotta dall'OCSE sulle conoscenze in ambito finanziario dei ragazzi quindicenni in 15 paesi, di cui 10 membri dell'OCSE, in media solo il 6,9% degli studenti riesce ad ottenere il rendimento maggiore, che è fortemente correlato con l'area geografica di provenienza – i ragazzi provenienti dalle regioni del Nord ottengono in media punteggi più alti – e dal tipo di scuola frequentata – i ragazzi che frequentano i licei hanno maggiori possibilità di ottenere risultati più alti.

Il livello di alfabetizzazione finanziario risulta essere, secondo molti studi, una variabile molto importante nella vita di ciascuna persona, avendo delle ripercussioni sia a livello micro, nelle scelte quotidiane dei singoli, che a livello macroeconomico, nello sviluppo di un paese e del mercato. Molti studi dimostrano che gli individui con un basso livello di istruzione finanziaria sopportano costi

maggiori durante l'arco della propria vita, dal maggiore indebitamento, dal pagamento di commissioni ed interessi più elevati fino al minor risparmio. In particolare quello che emerge da tali studi e da tali statistiche è che le persone con un alto grado di alfabetizzazione hanno maggiori probabilità di non commettere errori banali durante le proprie scelte finanziarie, rispetto a coloro che invece presentano un livello più basso, ciò nonostante tale correlazione non implica inevitabilmente che un soggetto più istruito compia sempre le scelte giuste. Sono numerosi infatti i casi di persone che pur essendo esperte commettono degli errori.

Con riferimento alla situazione italiana, dal più recente Report annuale della Consob, relativo alle abitudini delle famiglie italiane in ambito di investimento, emerge che solo la metà degli intervistati è in grado di definire correttamente i concetti di inflazione ed il binomio rischio-rendimento, mentre la percentuale si riduce significativamente quando si tratta di descrivere le diverse tipologie di rischio. Un altro dato interessante è quello che riguarda il cd. *mismatch* tra conoscenze effettive e conoscenze percepite. L'incapacità di valutare la propria conoscenza sulle nozioni finanziarie precedenti si attesta tra il 32 ed il 41%, e comprende sia i soggetti che sopravvalutano le proprie conoscenze sia quelli che le sottovalutano, con una netta prevalenza dei primi sui secondi.

Coerentemente con gli studi di finanza comportamentali, condotti per la prima volta da Kahneman e Tversky, risalenti già agli anni Sessanta del secolo scorso, i dati riportati dalla Consob mostrano come le decisioni degli italiani siano affetti da meccanismi cognitivi inconsapevoli, basati sull'intuito e su emozioni. Stando a quanto dichiarato dagli intervistati infatti, sono diversi i bias che influenzano le loro scelte. Tra tutti l'*overconfidence* risulta essere quello più pericoloso e diffuso. Tale bias consiste nel reputare il proprio giudizio migliore di quello che in realtà è, scaturendo di fatto nella sopravvalutazione delle proprie capacità di prevedere determinati eventi e nella sottovalutazione del rischio collegato ad un certo evento, ovvero la variabilità dello stesso. Tale atteggiamento è ovviamente rinvenibile nel già citato *mismatch* tra conoscenze percepite e effettive, ma anche nell'ottimismo, che influenza circa un terzo degli intervistati. Gli studiosi di finanza comportamentale evidenziano poi come tale fenomeno può colpire sia coloro che si presentano finanziariamente istruiti che non, suggerendo che l'educazione finanziaria non può essere considerato uno strumento capace di risolvere tutte le distorsioni comportamentali. A conferma di ciò, solo una parte degli investitori esperti diversifica in modo corretto il proprio portafoglio e, frequentemente, è esposta ad un'errata diversificazione dovuta ad una non corretta comprensione della relazione rischio rendimento.

Tra gli altri errori cognitivi riscontrati troviamo: l'avversione alle perdite, secondo cui la possibilità di subire delle perdite influenza maggiormente le proprie decisioni rispetto ai potenziali guadagni, che influenza più della metà del campione; l'effetto *framing*, o inquadramento, secondo cui il processo decisionale di un individuo viene influenzato dal contesto o dalle modalità con cui viene presentato il problema, in questo caso la scelta di investimento (31% degli intervistati);

l'inconsistenza dinamica, che consiste nel mutamento delle proprie preferenze al variare dell'orizzonte temporale di riferimento, di cui è affetto più di un terzo dei soggetti intervistati; I conti mentali, secondo cui gran parte degli individui tende a dividere la propria situazione economica in diversi conti senza tenere un approccio complessivo di portafoglio.

Numerosi studi dimostrano come l'educazione finanziaria sia un'importante *driver* per la partecipazione ai mercati finanziari. Soggetti più istruiti hanno maggiore consapevolezza e capacità di prendere ed attuare scelte di investimento, così dunque, più il livello di alfabetizzazione cresce e più la relazione è significativa. Lo stesso discorso vale per la domanda di consulenza, dove numerosi studi mostrano una correlazione positiva con l'educazione finanziaria ed una negativa con l'*overconfidence*. Tali relazioni sono confermate dai dati raccolti nei rapporti della Consob, dove emerge che solamente circa un terzo degli intervistati riceve raccomandazioni personalizzate ai sensi Mifid, mentre i restanti beneficiano di consulenze passive o generiche.

Complessivamente, tali dati permettono di spiegare parte dello scarso sviluppo del servizio di consulenza finanziaria automatizzata. Il ruolo più importante è sicuramente quello ricoperto dalla *financial literacy*, dal momento che una persona con una buona educazione finanziaria è in grado, prima di tutto, di risparmiare e, non meno importante, di capire il valore dell'investimento, unico strumento per fronteggiare il potere corrosivo dell'inflazione, che entra in gioco tutte le volte in cui si decide di preferire la liquidità all'investimento. Tra le altre potenziali cause, non è di secondo piano quella relativa alla quasi totale ignoranza circa il servizio, a conferma del fatto che l'investitore medio non è così istruito e aggiornato su tutte le opportunità ed opzioni di investimento.

3.2 La tecnologia e l'attitudine al cambiamento

Un altro fattore che influenza in modo determinante la domanda di consulenza finanziaria automatizzata è sicuramente il canale attraverso cui essa viene erogata. Il canale online infatti, seppur molto utilizzato dagli italiani ed in continua crescita negli ultimi anni, presenta ancora molte resistenze per quanto riguarda la domanda di servizi finanziari. Tale situazione è dovuta dal fatto che servizi finanziari e bancari, in Italia, sono quelli in cui la fiducia nella persona gioca un ruolo fondamentale, per la diffusione e fruizione degli stessi, ed è difficile da sostituire attraverso canali digitali. Se si coniugano i dati sull'utilizzo dei canali online per fasce d'età con i dati sulla ricchezza detenuta per fasce d'età, si può facilmente rafforzare tale conclusione, osservando che la ricchezza è concentrata nelle fasce di età più alte, le stesse che sono meno propense ad utilizzare canali digitali per interfacciarsi con la banca e quindi presumibilmente con chiunque presti servizi di investimento online.

CAPITOLO QUARTO: LE SFIDE, REGOLAMENTARI E NON, DEL SERVIZIO DI ROBO ADVISORY

4.1 Un set di regole ad hoc: possibilità o necessità?

La mancanza di una regolamentazione che inquadri correttamente e direttamente la fattispecie in oggetto crea problemi di vario genere, tra cui la creazione di barriere all'entrata sia di chi presta il servizio sia di chi ne usufruisce. Le linee guida dell'Esma infatti, cercando di adattare una disciplina (Mifid) pensata e creata a misura d'uomo ad una macchina, generano molte incertezze e lasciano notevole discrezionalità nel recepimento a coloro che utilizzano sistemi innovati per la prestazione della consulenza.

Mettendo in relazione la disciplina della consulenza finanziaria automatizzata, ossia l'adattamento della Mifid II, con i rischi relativi alla mancanza di educazione finanziaria e i bias cognitivi che gravano le scelte di investimento, emergono alcune criticità a livello regolamentare che potrebbero, da una parte, compromettere l'integrità del principio sulla tutela del risparmiatore-investitore, e, dall'altra, interrompere sul nascere lo sviluppo della *robo advisory*.

Una prima criticità riguarda il questionario, quale strumento principale per il cd. processo di *suitability*, ossia quel processo attraverso il quale chi presta il servizio di consulenza verifica e valuta l'adeguatezza dei prodotti, che saranno offerti, in base alle risposte e alle informazioni fornite dal cliente. Tale strumento assume un ruolo ed una rilevanza diversa a seconda delle modalità in cui il servizio viene prestato. Per il servizio tradizionale di consulenza, il questionario è di solito il mezzo per avviare la relazione con il cliente, che viene seguito e accompagnato, se necessario, nella compilazione. Al contrario, il *robo advisor*, non gode della possibilità di instaurare una relazione umana basata sulla fiducia e può fare leva solamente sul questionario per entrare in possesso delle informazioni necessarie per la prestazione del servizio. Viene messa in luce perciò, l'incapacità del questionario, *stand-alone*, di poter raffigurare la reale situazione del cliente, visti anche i problemi che potrebbero sorgere durante la compilazione stessa e l'amplificazione degli stessi, che avverrebbe nel caso in cui si optasse di aumentare il numero delle domande al fine di raccogliere più informazioni, a causa del fenomeno della cd. *information overload*. Nonostante tale approccio venga consentito e giustificato dal cd. principio di proporzionalità, dettato dal regolatore europeo, si ritiene che l'informazione sul cliente debba essere al centro del servizio e che la semplicità dell'offerta non possa giustificare completamente una presenza insufficiente della stessa.

In aggiunta al rischio di non essere in grado di profilare in maniera corretta i clienti, il questionario può produrre ulteriori criticità nel proseguo del servizio, come la possibilità che più clienti rispondano in modo simile o uguale alle domande sottoposte, vista la loro limitatezza e incapacità di cogliere aspetti chiave di ciascun cliente, può generare il rischio di erogare una prestazione simile o, appunto, uguale. Sebbene l'Esma provi a mitigare tali rischi attraverso la richiesta di ampliamento delle classi

di prodotti e fasce di clientela, al fine di garantire una diversificazione maggiore, viene lasciata molta autonomia nel recepimento ai robo advisor e si ritiene che ciò non vada a migliorare le capacità del questionario di apprendere caratteri tali da personalizzare in modo adeguato l'offerta. Inoltre ragionando su larga scala, viste le capacità della consulenza finanziaria automatizzata di essere in grado di coprire un'area geografica priva di limiti, se non quelli previsti dalla disciplina, le criticità presentate assumono ancor più rilevanza. Il rischio di un'offerta molto standardizzata potrebbe portare all'erogazione di raccomandazioni simili, che a loro volta scaturirebbero in volumi di investimento rivolti tutti nella stessa direzione, ad un aumento della ciclicità nonché della volatilità presente sui mercati, fino al rischio di shock esogeni, che danneggerebbero tutti i risparmiatori ed investitori che si sono affidati ad un consulente automatizzato. Un altro tema invece, riguarda la disciplina Mifid, ossia il carattere della personalizzazione e del valore aggiunto apportato alla clientela. Mentre il secondo punto in caso di consulenza automatizzata è rinvenibile nell'informativa sul servizio erogato e nella trasparenza delle condizioni di offerta, il primo punto pare essere meno facile da individuare a causa dell'offerta semplice e piuttosto standard. Perciò si ribadisce come la personalizzazione delle raccomandazioni dovrebbe essere sempre alla base del servizio di consulenza specifica per non andare a ricadere nella fattispecie della consulenza generica, rivolta e distribuita al pubblico indistinto.

Anche riguardo alle due tipologie di consulenza emerge una certa confusione, dal momento che il termine stesso non distingue i due tipi di servizio, anzi li ricomprende sotto lo stesso nome, accentuando il carattere digitale ed automatizzato della prestazione. Una situazione del genere, viste anche le similarità tra nella modalità di erogazione, potrebbe portare la consulenza generica a guadagnare terreno ai danni di quella specifica, viste anche l'abitudine, mostrata in precedenza, di non prestare attenzione alle informazioni riportate per iscritto.

Alla luce delle criticità messe in evidenza, una possibile soluzione, per il regolatore, potrebbe essere trovata sempre nell'utilizzo della tecnologia, che, vista l'assenza di un contatto umano, è l'unica leva in grado di colmare tale vuoto. In tal senso, la sollecitazione all'utilizzo o la specifica previsione di adozione di strumenti di analisi dei *big data* o di nuove fonti di informazione riuscirebbe a migliorare la profilazione di ciascun cliente e, quindi, la relativa personalizzazione dell'offerta. Soluzioni simili sono state già adottate in altri campi del *fintech* e si sono dimostrate molto utili ai fini del perseguimento degli obiettivi regolamentari, quali la tutela del risparmio e l'efficienza dei mercati. Per quanto riguarda invece i pericoli derivanti dall'offerta, si ritiene che lo stimolo della concorrenza e della conseguente specializzazione, attraverso regole che inquadrino e favoriscano la diffusione del fenomeno in oggetto, come, tra l'altro, avvenuto nel campo dell'*equity crowdfunding*, possano mitigare i rischi, nel nostro caso, di prociclità e scarsa personalizzazione.

4.2 Le prossime sfide della robo advice

Nonostante i numerosi benefici che potrebbero scaturire da una regolamentazione, i *robo advisor* avranno sicuramente un ruolo più decisivo per la propria affermazione. Per questi sarà fondamentale presentarsi come un vero e proprio servizio *disruptive*, capace di guadagnarsi la fiducia di tutti quei clienti non serviti dagli operatori tradizionali, per poi svilupparsi e specializzarsi per fasce di clientela o di prodotto ed essere in grado di competere con gli attuali leader del settore.

Viene analizzato poi, come l'attrazione delle fasce di clientela più basse sia l'ostacolo più grande da superare, per i consulenti automatizzati, e che questa dovrà avvenire non solo attraverso la qualità del servizio, ossia la qualità delle raccomandazioni e dei risultati ottenuti, ma anche tramite lo sviluppo di un brand riconoscibile. Il marketing infatti, sarà indispensabile per sostituire quello che è il punto di forza del consulente umano e per diffondere la conoscenza del servizio stesso e dei suoi benefici. Ciò sarà ancor più vero in ottica prospettica, dal momento che i *Millennials*, presto potenziali fruitori del servizio, attribuiscono al brand un'importanza tanto maggiore rispetto al passato da poter influenzarne totalmente le scelte, specialmente quando si tratta di servizi online.

In conclusione, si osserva come l'introduzione di strategie a livello nazionale, volte a diffondere un più alto livello di educazione finanziaria, potrebbero rivelarsi fondamentali anche per lo sviluppo della consulenza finanziaria automatizzata, dal momento che un investitore consapevole ed istruito è in grado, non solo, di riconoscere e fronteggiare i rischi da solo, ma anche di capire l'importanza dell'investimento e di informarsi sulle alternative presenti sul mercato, per la protezione del proprio capitale e il miglioramento della propria qualità della vita.