



Dipartimento di Impresa E Management

Cattedra di Economia Dei Mercati E Degli Intermediari Finanziari

ROBO-ADVISORY:

IL DISRUPTIVE TREND DELLA CONSULENZA FINANZIARIA

RELATORE

Prof. Claudio Boido

CANDIDATO

Antonella Piccolo

Matr. 212721

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

INDICE

INTRODUZIONE.....	4
CAPITOLO PRIMO	
LA TECNOLOGIA APPLICATA ALLA FINANZA.....	6
1.1. Il fenomeno Fintech.....	6
1.2. Digital Wealth Management.....	10
1.3. Evoluzione della Consulenza Automatizzata.....	13
1.4. Robo-Advisory: Definizione e Classificazione.....	17
1.5. I principali Players mondiali.....	20
1.6. In Italia.....	25
1.6.1. I Players.....	25
1.6.2. La scarsa diffusione.....	26
1.7. Aspetti regolamentari.....	28
CAPITOLO SECONDO	
ROBO ADVISORY: ANALISI DEL BUSINESS.....	30
2.1. Value Proposition.....	31
2.2. Interfaccia Cliente.....	32
2.3. Gestione Infrastrutture.....	36
2.4. Aspetti finanziari.....	39
CAPITOLO TERZO	
LA CATENA DEL VALORE.....	42
3.1. Asset Selection.....	42
3.2. Investor Profile Identification.....	50
3.3. Asset Allocation.....	52
3.4. Monitoring & Rebalncing.....	54
3.5. Reviewing & Reporting.....	56
3.6. Prospettive di Sviluppo.....	57

CONCLUSIONI.....	60
BIBLIOGRAFIA.....	62
SITOGRAFIA.....	64

INTRODUZIONE

“*Banking is necessary, banks are not*” (Bill Gates, 1994): una constatazione che ventacinque anni fa sembrava carica di potenziale visionario, se non utopistica, e che oggi fa invidia agli ermetici, essendo capace di riassumere in modo estremamente conciso e significativo l’intero processo di dematerializzazione dei servizi bancari, e finanziari in generale, che ha preso forma a partire dal nuovo millennio. Lo sviluppo generato dalla rivoluzione tecnologica ha dato vita a importanti mutamenti socio-economici che hanno condotto ad una progressiva deindustrializzazione e terziarizzazione dell’economia, innovando il modo in cui prodotti e servizi sono offerti e abituando il consumatore a ricercare alternative sempre più comode, veloci e convenienti per il soddisfacimento dei propri bisogni.

Le innovazioni in ambito finanziario hanno comportato l’avvento del cosiddetto fenomeno *Fintech*, nato nel primo decennio del nostro secolo con l’internet banking, il mobile banking e le modalità di pagamento digitali. La rivoluzione di cui si parla ha evidenziato, in questo settore, la presenza di segmenti di mercato rimasti insoddisfatti e, quindi, le potenzialità per i providers di adeguare ad essi la propria offerta, adattandola a nuove categorie di clientela oppure ampliando la gamma individuando nuovi prodotti desiderabili.

È in questo contesto che nasce il servizio di Robo-Advisory, ovvero la consulenza finanziaria automatizzata, che utilizza algoritmi di machine learning e tecniche di intelligenza artificiale per costruire, ottimizzare e gestire portafogli di investimento customizzati, sulla base delle teorie finanziarie tradizionali.

L’obiettivo che questo lavoro si prefigge consiste nell’effettuare un’analisi del business che, nato negli Stati Uniti in seguito alla crisi finanziaria globale del 2007, sta riscuotendo, negli ultimi anni, sempre maggior successo sul piano mondiale.

Il lavoro è organizzato come segue:

- Il primo capitolo descrive il background in cui nasce l’idea imprenditoriale, ritenuto utile alla comprensione dei fattori che ne hanno consentito il primo sviluppo, ricercando una definizione che lo identifichi con maggiore precisione. Segue la classificazione delle tipologie di offerta esistenti e un quadro generale dei maggiori providers operativi nei mercati statunitense, cinese ed europeo (con riferimento alla situazione inglese e tedesca),

con un particolare accento sul caso italiano al fine di ricercare le cause del minore sviluppo di tale servizio rispetto agli altri Paesi.

- Il secondo capitolo effettua un'analisi del business model seguendo lo schema della matrice di Osterwalder (2005), così da individuare le principali caratteristiche del servizio. In questo senso, si vuole indagare quale sia la proposta di valore che differenzia il business, a quale tipologia di cliente è indirizzata e in che modo, quali sono le risorse e le competenze richieste per la sua implementazione e, infine, la sostenibilità del business stesso;
- Il terzo capitolo presenta l'analisi della catena del valore, ovvero individua e descrive le diverse fasi che realizzano, nel complesso, la fornitura del servizio; nel fare ciò, si tengono presenti gli aspetti della consulenza finanziaria tradizionale al fine di compararli e valutare l'effettivo vantaggio competitivo del nuovo modello automatizzato; infine, si propongono delle prospettive di evoluzione dell'offerta.

CAPITOLO PRIMO

LA TECNOLOGIA APPLICATA ALLA FINANZA

1.1. Il fenomeno FinTech

Sono innumerevoli i neologismi che negli ultimi anni hanno avuto la pretesa di insinuarsi nella nostra lingua e nei nostri dizionari. Il più delle volte questi riescono con sorprendente naturalezza ad entrare a far parte del lessico comune, ognuno rispondente alla necessità di esprimere, denominare o qualificare un concetto nuovo e di recente comparsa. FinTech è uno di questi. La fusione dei due termini *Financial* e *Technology* identifica, infatti, un settore ibrido neo-nato, quello della Tecnofinanza, figlia della Rivoluzione digitale che stiamo vivendo.

La definizione del termine non risulta ancora oggi univoca, né largamente condivisa (Schena et al. 2018). Con esso, infatti, si tende comunemente ad indicare un insieme di società accomunate dallo sviluppo di attività basate su nuove tecnologie informatiche e digitali, che vengono applicate in ambito finanziario. Così, ad esempio, PricewaterhouseCoopers SPA (2016), società di consulenza internazionale, definisce l'ambito: "*FinTech or financial technology is the term used to refer to any technology applied to financial services. More specifically, we can define FinTech as a complex combination of financial services and technological innovations in an ever-changing ecosystem of customer expectations and regulators*" (*Fintech: Redefining banking for customers, Decade edition of CII BANKing TECH Summit 2016*). Non si fa, quindi, differenza tra startup innovative e istituti finanziari già presenti sul mercato, né sono posti vincoli dimensionali o di capitalizzazione, se non l'unica condizione per le imprese di servirsi di infrastrutture e piattaforme tecnologiche a supporto della fornitura di servizi e prodotti legati all'attività bancaria, finanziaria e di gestione del risparmio.

Più stringente risulta, invece, la definizione dettata dal Financial Stability Board (FSB)¹ (2017): "*FinTech is defined as technology-enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on the provision of financial services*. In quest'ottica, Schena et al. (2018) sostengono che il Fintech

¹ Financial Stability Board, organismo internazionale istituito in occasione del Summit del Gruppo dei Venti (G-20) tenuto a Londra nell'aprile 2009, come evoluzione del già esistente Financial Stability Forum (FSF), allo scopo di promuovere la stabilità del sistema finanziario internazionale, migliorare il funzionamento dei mercati finanziari e ridurre il rischio sistemico, attraverso lo scambio di informazioni e la cooperazione internazionale tra le Autorità di vigilanza, le banche centrali e le principali organizzazioni sovranazionali.
(http://www.dt.tesoro.it/it/attivita_istituzionali/rapporti_finanziari_internazionali/fsb.html)

si presenta come un fenomeno orizzontale interno al settore dei servizi finanziari. Le imprese nate da questa nuova tendenza, quindi, non sono da considerarsi appartenenti ad un nuovo settore, bensì possono essere collocate nell'industria finanziaria come una nuova componente in grado di mettere in discussione i business model tradizionalmente adottati dagli incumbent, ovvero dagli intermediari finanziari assoggettati a regole di vigilanza (IFV). Queste imprese si rivolgono alla clientela facendo leva su innovazioni di processo e di prodotto e su nuovi canali distributivi, ampliando il numero di mercati in cui esiste un punto d'incontro tra domanda e offerta di servizi finanziari. Operano, dunque, come competitors degli incumbent tradizionali: propongono una modularizzazione delle attività finanziarie ed una moltiplicazione dei canali di intermediazione diretta, offrendo servizi specializzati in specifici ambiti operativi. Questo approccio strategico di penetrazione graduale e specializzata del mercato, mediante canali distributivi esclusivamente telematici, attribuisce a questa tipologia di aziende strutture particolarmente snelle e flessibili.

È facile dedurre, allora, quale sia l'enorme vantaggio competitivo di cui vantano questi nuovi players: la comodità del digitale a cui tutti i consumatori sono ormai abituati e a cui sarebbe impensabile rinunciare. Ciò pone i tradizionali intermediari finanziari di fronte ad un bivio (Folcia-Panebianco-James, 2016) storico, si potrebbe dire, senza il rischio di sembrare iperbolici: quello di capire se e come adeguare prassi e processi di business al fine di poter affrontare le sfide derivanti dalla nuova realtà digitale.

Anche se la penetrazione e l'utilizzo dei nuovi servizi digitali (ATM, online banking) si è incrementata negli ultimi venti anni, la svolta del Fintech può essere ricondotta alla crisi finanziaria globale del 2008, che ha dato modo alle startup di intaccare in modo sostanziale le quote di mercato degli istituti finanziari tradizionali. La citata crisi, insieme alla conseguente caduta della fiducia dei consumatori nelle banche, ha contribuito alla decadenza della struttura organizzativa basata sul modello universale di banca. In più, lo sviluppo contemporaneo dei nuovi smartphones e delle Application Programming Interfaces (APIs)² sposta l'attenzione verso servizi basati su algoritmi e software intelligenti tesi a massimizzarne il grado di automazione. È a partire dal 2008, quindi, che gli investimenti nel settore Fintech sono in aumento.

Al fine di comprendere la rilevanza del fenomeno, sono di seguito presentate le stime fornite da KPMG International (2018). Secondo queste nell'anno oggetto di analisi gli investimenti

² A set of routines, protocols, and tools for building software applications. Basically, an API specifies how software components should interact. (<https://www.webopedia.com/TERM/A/API.html>)

mondiali nelle fintech companies hanno raggiunto i 111.8 miliardi di dollari, cifra record se si considerano solo i 51 miliardi registrati nel 2017.

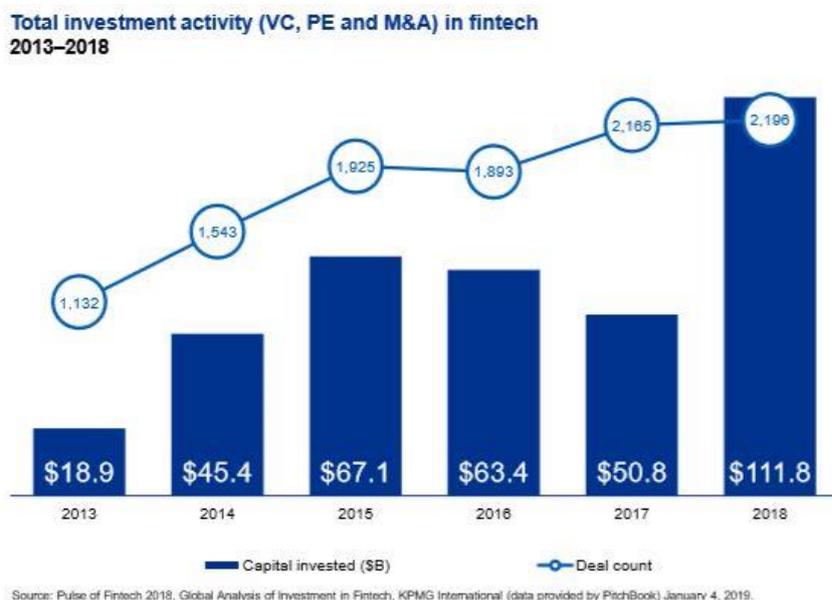


Figura 1 - Fonte: KPMG International (2019), *Pulse of FinTech 2018: Global Analysis of Investment in FinTech*.

Fattori quali l'aumento della dimensione media dei deal, la sempre maggiore diversificazione geografica degli investimenti e l'incremento delle operazioni di M&A continentali e internazionali riescono senza dubbio a testimoniare la crescente maturazione del settore FinTech su scala globale.

Le statistiche di KPMG restituiscono valori in crescita in tutte le aree geografiche analizzate. Nel continente americano gli investimenti nel settore Fintech sono passati dai 29 miliardi di dollari del 2017 ai 54,5 miliardi di dollari nel 2018, con volumi in aumento da 1.039 a 1.245 deal (gli Stati Uniti sono i leader con 52,5 miliardi di dollari, più del doppio rispetto all'anno precedente, e 1.061 operazioni).

Anche in Europa gli investimenti in aziende Fintech hanno registrato un forte incremento, con 34,2 miliardi di dollari (536 operazioni), rispetto ai 12,2 miliardi di dollari del 2017, grazie a massicce operazioni di M&A e buyout; il Regno Unito guida gli investimenti dell'area, con 20,7 miliardi di dollari, in aumento rispetto ai 5,6 miliardi di dollari del 2017.

In Asia i valori passano dai 9,5 miliardi di dollari del 2017 ai 22,7 miliardi di dollari del 2018, crescita dovuta principalmente al mega-deal che ha coinvolto Ant Financial, gigante cinese del FinTech controllato da Alibaba, che ha raccolto finanziamenti per 14 miliardi di dollari, la più grande operazione di venture capital mai effettuata; la Cina domina gli investimenti dell'area, con 18,2 miliardi di dollari e 83 deal.

La continua crescita delle FinTech a livello mondiale è evidentemente molto rapida e tocca un tasso esponenziale sul piano numerico e del volume di affari; i diversi ambiti di posizionamento operativo e la pluralità di servizi offerti riflettono un'ampia diversificazione del trend, ad oggi ben lontano dal fenomeno di nicchia che era quando, all'inizio di questo processo, riguardava sostanzialmente la sola area dei servizi di pagamento (Scheda et al. 2018).

A prova di quanto appena detto, dopo aver individuato le maggiori 250 società ad alto tasso di utilizzo tecnologico che stanno trasformando l'attuale sistema finanziario, la società di ricerca CB Insights (2017) ha sottolineato come le aziende FinTech siano ormai attive in quasi tutti i settori tradizionalmente gestiti da istituzioni finanziarie di più antica data. Di questi, i primi ad essere stati rivoluzionati sono stati quelli il cui tasso di utilizzo del fattore tecnologico era preponderante, ovvero i pagamenti e i trasferimenti di denaro. Successivamente, tuttavia, anche i servizi con una prevalenza della componente umana rispetto a quella tecnologica (come il segmento bancario o di consulenza) hanno conosciuto un processo di evoluzione del proprio modello.

In modo più approfondito, l'analisi realizzata da KPMG (2018) sulle prime 100 Startup FinTech al mondo, riporta la distribuzione delle aree di più alta concentrazione. Il settore con percentuale maggiore (37%) è quello del *Lending*, attinente ai 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% (PwC 2017).

La seconda area di attività con concentrazione maggiore risulta quella del *Payment* (21%), peraltro il settore più maturo del FinTech in quanto 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.

Dalla fusione tra il settore assicurativo e quello tecnologico nasce l'*InsurTech*, con una percentuale di concentrazione del 14% e uno dei più alti tassi di crescita: in questo ambito, infatti, è stata colta l'opportunità derivante dal trend emergente delle polizze personalizzate e vendute tramite piattaforme online. Secondo la ricerca *Fintech Future* di Juniper Research (2016), 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 2021.

Altro nuovo settore è quello del *RegTech* (9%): tale area, concentrata perlopiù negli Stati Uniti e nella Gran Bretagna, comprende aziende con vari modelli di business che utilizzano tecnologie innovative al fine di offrire servizi indirizzati di solito agli intermediari finanziari e 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.

Al quinto posto della classifica si posiziona il settore del *Wealth Management* (7%), attività basata sulla relazione di fiducia tra private banker e cliente nel quale rientrano le soluzioni di Robo-Advisory, di cui si discuterà in seguito.

Con un solo punto percentuale in meno (6%), il settore delle *Digital Currencies* si caratterizza per la diffusione di numerose valute criptovalute, quali Bitcoin, Ethereum, Ripple, Litecoin e Monero, consentita dallo sviluppo della blockchain. Infine, una minore attività riguarda le Startup che svolgono operazioni in ambito capital markets (3%) e il *Crowdfunding* (2%).

1.2. Digital Wealth Management

Il Wealth Management è il servizio di gestione della disponibilità finanziarie e patrimoniali, offerto al pubblico da diversi intermediari. Consiste nell'esercizio di advisory che comprende tutte le operazioni finanziarie necessarie alla gestione di un portafoglio di investimento. I providers di tale servizio assistono i proprietari del portafoglio nella gestione della crescita a lungo termine, nella pianificazione tributaria, nella gestione del rischio nella consulenza della pianificazione patrimoniale.

È solo all'inizio degli anni Novanta che il termine inizia ad essere utilizzato nel linguaggio settoriale, quando un considerevole flusso di nuovi players, notando la potenzialità del settore, si apprestarono ad offrire un più vasto ventaglio di prodotti e servizi specializzati rivolti ad una clientela più ampia ed esigente. Sono stati diversi i fattori che, in quegli anni, ne hanno determinato la crescita: tra questi, dal lato della domanda, ha avuto un ruolo fondamentale la presenza degli *affluent*, ovvero consumatori con patrimonio di fascia più elevata rispetto al mercato di massa. Inoltre, la clientela cominciava a presentare bisogni finanziari sempre più sofisticati, nonché un maggiore interesse nella partecipazione nella gestione della propria ricchezza. Dal lato dell'offerta, contemporaneamente, i providers iniziavano a maturare il desiderio di estendere la gamma di servizi offerti per incontrare la nuova domanda, consapevoli del fatto che quest'ultima, in tempi brevi, avrebbe ritenuto insoddisfacenti i convenzionali servizi finanziari di retail rivolti al mercato di massa, diventati, ormai, inadeguati.

Il Wealth Management, dunque, può essere oggi considerato come evoluzione del Private e Investment Banking, differenziandosi da questi segmenti per due motivi principali: il primo risiede nel fatto che, pur condividendo i servizi di asset management con il Private Banking, il Wealth Management pone maggiore enfasi sulla consulenza finanziaria e si occupa, inoltre, di raccogliere, mantenere, accrescere e trasferire la ricchezza. Il secondo aspetto riguarda, invece, il target di clienti da soddisfare in quanto il settore del Wealth Management amplia le dimensioni del mercato di riferimento, aggiungendo agli HNWI (High Net Worth Individuals, ovvero clienti di alto profilo e dotati di patrimoni superiori a 1.000.000 euro) il segmento degli affluent, i quali hanno una ricchezza patrimoniale di circa 100.000 euro.

Un ruolo fondamentale nella ridefinizione del Wealth Management è stato sicuramente ricoperto dalla recente crisi finanziaria, la quale ha comportato una significativa perdita di fiducia dei clienti nel sistema finanziario e, conseguentemente, importanti riduzioni sia nel numero di mandati della clientela, sia nel volume di Asset under Management (AuM), rispettivamente del 28% e del 21% tra il 2017 e il 2018. I volumi sono ritornati a livelli pre-crisi solamente a partire dal 2013 (PwC 2018).

La crisi stessa ha costituito un vero e proprio punto di svolta per il settore, lasciando dietro di sé alcuni *key trends* a cui sarebbe stato necessario adattarsi, quali un focus più stringente sulla regolamentazione del mercato, il bisogno di un'evoluzione nella tecnologia digitale e una

maggior enfasi sui cambiamenti relativi ai bisogni e alla domanda dei consumatori, sempre più indipendenti, esigenti e interessati ad una gestione dei propri risparmi trasparente e diretta.

Per poter continuare ad avere un'offerta adeguata alle esigenze del mercato, quindi, gli operatori hanno avuto la necessità di rivedere i propri modelli di business, anche valutando nuovi canali di distribuzione e modelli di servizio improntati a soluzioni di Digital Wealth Management, derivanti dall'adattamento della tecnologia finanziaria al settore della gestione patrimoniale. Specialmente negli ultimi anni, questo nuovo modo di fornire il servizio, con lo sviluppo del settore FinTech, ha conosciuto un boom considerevole che ha portato, dal 2017 al 2018, la vendita online dei prodotti di Wealth Management a 6 trilioni di dollari nei quattro mercati maggiori (USA, Cina, Gran Bretagna e Singapore).

La crescente diffusione di soluzioni tecnologiche innovative nel settore ha profondamente mutato la tradizionale catena del valore basata sul rapporto gestore-cliente: la rete Internet ha contribuito a un processo di disintermediazione che, come già accaduto in altri mercati (ad esempio il mobiliare), ha consentito al cliente di accedere direttamente al prodotto. Tale evoluzione, comunque, non si è necessariamente tradotta nella sostituzione integrale dell'intermediario finanziario, il quale ha sempre più frequentemente operato in una logica di multicanalità (con Internet che affianca i canali tradizionali), avvertendo, allo stesso tempo, la necessità di offrire servizi con un maggior valore aggiunto che ne potessero riqualificare il ruolo (CONSOB 2019). Il Digital Wealth Management si differenzia dal tradizionale Wealth Management in termini di value proposition, clienti, prodotti, e canali.

	Digital wealth management	Traditional wealth management
 Value proposition	<ul style="list-style-type: none"> Data- and tech-driven E2E client journey reinvention 	<ul style="list-style-type: none"> Asset allocation and sales based on the experience of RMs and investment advisors
 Clients	<ul style="list-style-type: none"> Clients who are price-sensitive, highly value convenience and embrace innovative technologies 	<ul style="list-style-type: none"> Clients with higher investable assets Higher demand on integrated services
 Products	<ul style="list-style-type: none"> Easy-to-understand, information-transparent, more standardized products 	<ul style="list-style-type: none"> Wide variety of products Sophisticated, customized products as key differentiator
 Services	<ul style="list-style-type: none"> Unlimited by time and place Enhanced client experience of greater efficiency, convenience and transparency 	<ul style="list-style-type: none"> Value-added services with a human touch Close client relationship and exclusive services as core value
 Channels	<ul style="list-style-type: none"> Via the internet and mobile devices By means of videos and robots 	<ul style="list-style-type: none"> Primarily physical branches, supplemented with online channels

Figura 2 - Fonte: The Boston Consulting Group & Lufax (2018), *Global Digital Wealth Management Report 2018: Building Trust and Reshaping the Value Chain with Technology*.

L'esperienza del consumatore, infatti, è totalmente reinventata attraverso l'utilizzo della tecnologia e dei Big Data che guidano il processo E2E, a differenza del Relationship Management e del contatto diretto con l'advisor, elementi core su cui si basa la forma classica del servizio. Il target di riferimento, inoltre, si caratterizza per una clientela che abbraccia le innovazioni tecnologiche e che attribuisce maggiore importanza alla convenienza, effetto della più alta elasticità e, quindi, della crescente sensibilità al prezzo. Per quanto concerne i prodotti, invece, perdono i caratteri di sofisticazione e customizzazione (fattori chiave di differenziazione nel WM), per prediligere maggiore standardizzazione, facilità di comprensione e trasparenza. Infine, l'offerta completamente via Internet consente l'accesso da qualsiasi dispositivo mobile, eliminando ogni vincolo di spazio e di tempo. Il Digital Wealth Management, nel tentativo di preservare e implementare la ricchezza, si differenzia anche dal semplice Cash Management che pone il suo focus sulla gestione della liquidità e si discosta dal semplice Online WM, servendosi della rete e della tecnologia non solo come mezzi di distribuzione, ma anche come fattori che creano valore e restituiscono una forma nuova alla value chain minimizzando l'intervento umano.

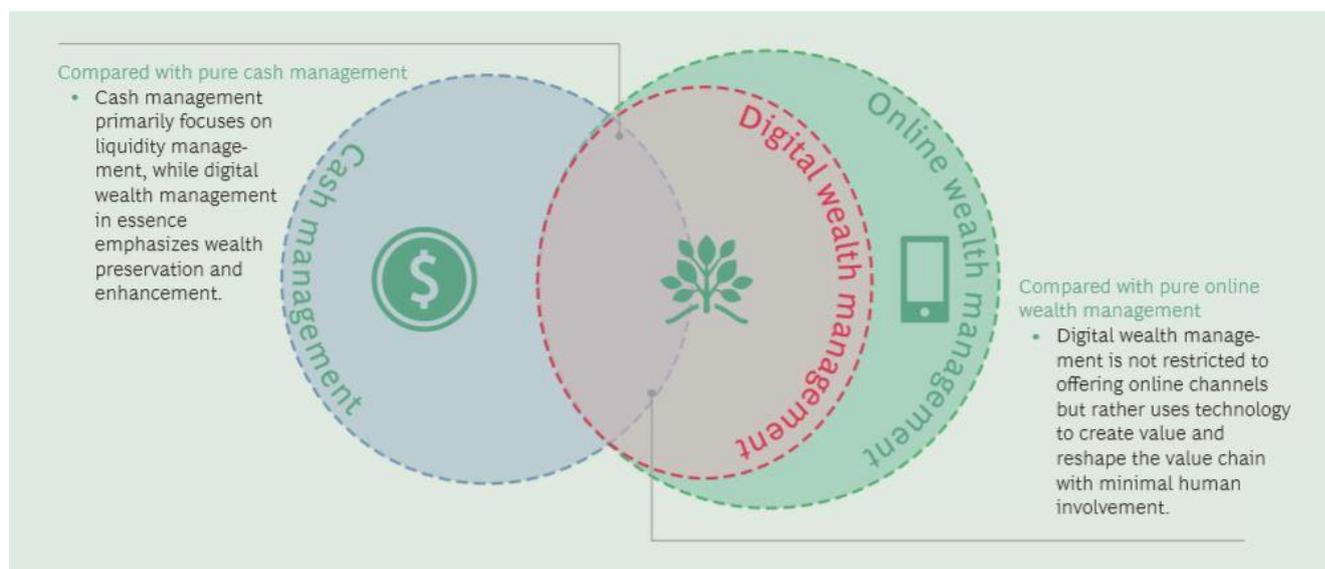


Figura 3 - Fonte: The Boston Consulting Group & Lufax (2018), *Global Digital Wealth Management Report 2018: Building Trust and Reshaping the Value Chain with Technology*.

1.3. L'evoluzione della consulenza finanziaria

Per soddisfare una prima esigenza definitoria, la consulenza finanziaria può essere qualificata come un'attività deputata a guidare e sostenere gli individui nel processo decisionale relativo alle loro scelte d'investimento. Tramite il rapporto di consulenza finanziaria il cliente si rivolge ad un

soggetto che ritiene meglio informato per ottenere consigli che concernono il suo patrimonio (Pia 2017).

I primi tentativi da parte del legislatore di armonizzare la regolamentazione in materia di investimenti e consulenza finanziaria nell'Unione Europea sono da ricondurre al 1993, con l'emanazione delle direttive europee 93/6 CEE relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli entri creditizi e 93/22 CEE sui servizi di investimento del settore dei valori mobiliari (Investment Services Directive, ISD), le quali costituiscono la principale fonte normativa comunitaria su cui si basa l'assetto dei mercati mobiliari nei paesi europei.

L'attività in esame era esclusa dai "servizi di investimento" e annoverata, invece, fra i servizi accessori con il nome di "*consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari*". Poteva essere liberamente svolta da chiunque ed era assoggettata alle regole di condotta del TUF se prestata da intermediari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento.

La Investment Services Directive, in particolare, mirava alla costituzione di un mercato interno europeo nel settore delle imprese di investimento con l'introduzione del principio del mutuo riconoscimento, applicato a livello comunitario sia ai mercati regolamentati che agli intermediari, per il quale ciascuna impresa di investimento ha la libertà di prestare i propri servizi all'interno della Comunità, direttamente o attraverso lo stabilimento di succursali. L'implementazione di tale obiettivo avveniva attraverso l'armonizzazione dei requisiti di autorizzazione e di esercizio dell'attività, delle norme comportamentali e di determinati requisiti in merito alla gestione dei mercati regolamentati.

Si richiedeva, in particolar modo, di agire in modo leale ed equo, con la competenza, l'impegno, e la diligenza necessari, nell'interesse, per quanto possibile, dei clienti e dell'integrità del mercato; di informarsi sulla situazione finanziaria dei clienti, sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi per quanto concerne i servizi richiesti; di trasmettere adeguatamente le informazioni utili nell'ambito dei negoziati con i clienti; di sforzarsi di evitare conflitti di interessi o, comunque, provvedere a che i clienti fossero trattati in modo equo.

Tale disciplina torna ad essere oggetto di rivisitazione della Commissione Europea con il Piano d'Azione dei Servizi Finanziari (FSAP, Financial Services Action Plan), il quale prevedeva il perseguimento di obiettivi strategici quali la maggiore integrazione dei mercati, il potenziamento dell'apertura e della sicurezza di questi e il rafforzamento delle regole di vigilanza. Tra i 42 Provvedimenti che ambivano a realizzare il FSAP, la direttiva MIFID (Market in Financial Instruments Directive, 2004/39/CE) abrogava e sostituiva la ISD, riconducendo, prima di tutto, la

consulenza in materia di investimenti fra i "servizi e attività di investimento", il cui esercizio professionale nei confronti del pubblico è riservato a soggetti abilitati.

Con la nuova direttiva viene esplicitata la distinzione tra consulenza cd. specifica, annoverata tra i servizi principali, e quella cd. generale, che rientra, invece, nei servizi accessori. La prima è definita come la *“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”*. La raccomandazione personalizzata, come specifica l'articolo 52 (direttiva 2006/73/CE), 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”, (...)* *“deve essere presentata come adatta per tale persona, o deve essere basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona, e deve raccomandare la realizzazione di un'operazione appartenente ad una delle seguenti categorie:*

- 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.”*

Lo stesso articolo si conclude dando una definizione di consulenza generale affermando che *“una raccomandazione non è una raccomandazione personalizzata, se viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico.”* Come precisa il considerando 79 della stessa direttiva, infatti, *“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.”*

Se la normativa ISD mirava a raggiungere un regime di armonizzazione minimo tra gli Stati membri, lasciando liberi i legislatori di ciascun paese di scegliere misure più restrittive per l'esercizio del servizio, la MIFID ambisce ad un livello di armonizzazione molto più ampio. A tal fine, il legislatore riduce al minimo i margini di recepimento della direttiva nelle normative nazionali, non consentendo, attraverso il divieto di *gold plating* l'introduzione di regole aggiuntive, 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” (direttiva 2004/39/CE). La MIFID si proponeva, altresì, di garantire maggiore tutela e protezione degli investitori, incentivare la concorrenza, uniformare le regole di condotta nella relazione intermediario-cliente e aumentare efficienza e trasparenza dei mercati, tutto in visione della creazione di un mercato europeo effettivamente unico e integrato.

Un’ulteriore revisione della disciplina è stata necessaria a seguito della crisi finanziaria del 2007, la quale ha fatto emergere effettive carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati finanziari (Robustella 2019). Gli effetti della crisi, insieme allo sviluppo della tecnologia, la nascita di negoziazioni algoritmiche e la crescente complessità degli strumenti oggetto di negoziazione, ha portato all’introduzione della Direttiva MIFID II (Markets in Financial Instruments Directive II, 2014/65/UE) e del Regolamento self executing MIFIR (Markets in Financial Instruments Regulation, 2014/600/UE). Il nuovo assetto regolamentare modifica la normativa precedente e include settori prima non regolamentati prefiggendosi lo scopo di disciplinare un mercato sempre più vario e caratterizzato dall’incremento delle tipologie di strumenti finanziari esistenti. Continua, inoltre, a favorire lo sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, garantendo ancora maggiore tutela e trasparenza nei confronti degli investitori.

In ambito di advisory, la nuova normativa pone una rilevante distinzione in termini di operatività. Il servizio di consulenza, infatti, può essere articolato in tre modelli, differenziati per estensione delle raccomandazioni, creazione del valore della relazione con il cliente e modalità di remunerazione del servizio (Pia 2017). La prima tipologia è quella della consulenza di base, generalmente erogata all’occorrenza, in merito a singoli strumenti finanziari compresi nel catalogo di prodotti che l’intermediario considera adeguati al cliente. È chiaro, quindi, che le raccomandazioni debbano essere personalizzate in funzione del profilo del cliente; più interessante è, invece, il tema degli inducements in quanto nell’advisory di base il consulente non viene remunerato direttamente dal cliente, bensì ottiene un guadagno dal collocamento dello strumento. L’operatore, infatti, riceve degli incentivi monetari e non monetari dalle case produttrici dei titoli ogni volta che questi sono collocati presso il pubblico, fattispecie che, inevitabilmente, pone un problema di conflitti di interesse.

La consulenza avanzata costituisce il secondo modello della classificazione e circoscrive tutte le raccomandazioni ripagate con un compenso esplicito dal cliente attraverso commissioni periodiche e comprensive sia dei costi sostenuti per la prestazione, che del valore aggiunto risultante da questa; il servizio in questione, infatti, offre consigli personalizzati espressi

dall'operatore circa l'intero portafoglio del risparmiatore e, quindi, la possibilità di implementare una strategia di investimento complessiva e di monitorarne l'andamento nel tempo. Anche in questo caso, è da menzionare l'eventualità non molto remota della nascita di conflitti di interesse, in particolare a causa delle retrocessioni che gli intermediari ricevono dalle società di cui distribuiscono i prodotti e della crescente integrazione verticale tra banche ed emittenti, che porta, prevedibilmente, ad una maggiore promozione e commercializzazione dei prodotti del loro mercato interno.

L'ultima tipologia del servizio è quella disciplinata più recentemente da MIFID II e definita come consulenza indipendente. In questo caso, l'operatore non può operare in conflitto di interessi e, quindi non può categoricamente percepire alcun tipo di incentivo dalle case prodotto; è remunerato unicamente attraverso commissioni ad hoc per tale servizio fee only e quanto più oggettivo possibile; deve, inoltre, operare in open architecture, offrendo al cliente tutti i prodotti fruibili e con il più ampio e diversificato ventaglio di soluzioni disponibili, per tipologia e per emittente, al fine di soddisfare le diverse esigenze del pubblico ed evitare conflitti.

In quest'ultima categoria si colloca il Robo-Advisory, il nuovo servizio che sta riscuotendo via via maggiore curiosità e interesse tra il pubblico di risparmiatori e intermediari.

1.4. Robo-Advisory: definizione e classificazione

Consiste in una forma di consulenza finanziaria automatizzata che oggi rappresenta il più importante disruptive trend nel Wealth e Asset Management (Beketov et al. 2018). Questo servizio fu introdotto dopo la crisi finanziari in un contesto in cui gli investitori ricercavano sicurezza e basso rischio piuttosto che esporsi sul mercato (Phoon-Koh 2018). Inoltre, la presenza di bassi tassi di interesse e la mancanza di rendimenti positivi della gestione attiva portarono gli investitori ad orientare le scelte su una gestione passiva. Questi fattori stimolarono la ricerca di una modalità di management e rebalancing dei portafogli caratterizzata da maggiore automazione e costi minori, la cui soluzione fu data dai Robo-Advisors.

La società di consulenza Deloitte (2016) ha definito il Robo-Advisory come *“un modello di servizio di consulenza finanziaria basata su advanced analytics e piattaforme tecnologiche in grado di proporre e gestire l'investimento dei fondi della clientela, automatizzando il processo di consulenza”*.

Un'altra definizione più puntuale è stata data da Investopedia (2019): “*Robo-advisors are digital platforms that provide automated, algorithm-driven financial planning services with little to no human supervision. A typical robo-advisor collects information from clients about their financial situation and future goals through an online survey, and then uses the data to offer advice and/or automatically invest client assets.*” In questo modo, il Robo-Advisor propone e assegna portafogli rischiosi ai clienti basandosi su tecnologie moderne e algoritmi di risk management. Tali algoritmi utilizzano le caratteristiche dell'investitore, quali: età, reddito netto, livello di propensione al rischio orizzonte temporale, obiettivi di rendimento preposti, per raccomandare un'asset allocation idonea e calibrata alle esigenze del singolo cliente (Faloon-Scherer 2017). Gli algoritmi applicati, in seguito, effettuano i ribilanciamenti del portafoglio e in alcuni casi anche l'ottimizzazione fiscale (CGI and Patpatia & Associates, 2016), replicando in modo automatico il mandato di gestione patrimoniale.

L'assenza di una definizione univoca riflette l'esistenza di diversi modelli di automated advice, differenziati da vari gradi di profondità di automazione del servizio (Sironi 2016) disponibili in ragione dell'esistenza di differenti potenziali classi di clientela da soddisfare. L'adozione di un determinato tipo di advisory, infatti, è correlata alla dimensione della posizione finanziaria della clientela e alle relative preferenze di investimento: un soggetto con un maggiore quantitativo di asset di diversa natura necessita, probabilmente, di una gestione del portafoglio più complessa e preferibilmente svolta da un consulente fisico.

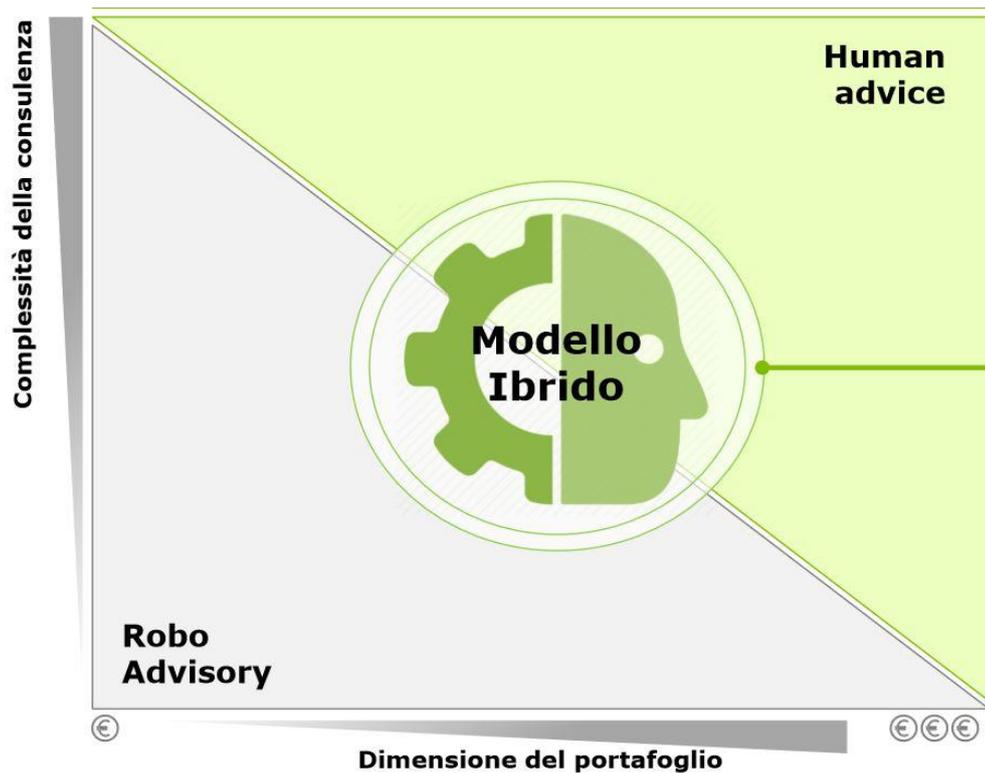


Figura 3 - Fonte: Deloitte (2016), *Robo Advisory, Industrializzazione e sofisticazione del processo di consulenza finanziaria, Il Punto di Vista di Deloitte*

In questa prima classificazione sono distinguibili almeno tre modelli:

- a) il *Robo-Advisor puro*, servizio *B2C, business to consumer*, ovvero indirizzato direttamente all'utente retail, in cui l'automazione caratterizza ogni fase del processo di consulenza e gestione e annulla totalmente la partecipazione della componente umana;
- b) il *Robo-Advisor ibrido*, anch'esso *B2C*, si pone ad un livello intermedio combinando e alternando la componente umana e quella digitale in una o più fasi della fornitura del servizio: in questo caso l'offerta consente l'intervento di un consulente qualora l'investitore abbia bisogno di aiuto o chiarimenti;
- c) il *Robo4Advisor*, modello *B2B, business to business*, non indirizzato al cliente finale, bensì al gestore che se ne serve per supportare e ottimizzare la sua attività di consulenza verso il pubblico. Questa soluzione riesce ad aumentare l'efficienza del processo di advisory, senza apportare fondamentali modifiche alla customer experience, ovvero al canale attraverso il quale il cliente fruisce del servizio, che rimane prevalentemente un contatto diretto "faccia a faccia" (Colombari-Tedeschi 2019).

Nel classificare i soggetti che operano nel settore, si è, inoltre, considerata l'eventualità di una appartenenza a un gruppo finanziario già attivo nel comparto dei servizi di investimento (CONSOB 2019). Il risultato è stato un'ulteriore classificazione tra due categorie di providers:

- a) le *start-up stand alone*, ovvero start up indipendenti, in cui il livello di autonomia è massimo;
- b) i Robo-Advisors di matrice bancaria (ovvero piattaforme di players già affermati sul mercato), i quali, a loro volta, possono essere autonomi nell'ambito del gruppo di riferimento oppure pienamente integrati con la banca (ciò significa che l'offerta del servizio è parte integrante della banca, non un'entità a sé). Ovviamente, il grado di autonomia diminuisce all'aumentare del grado di integrazione con l'intermediario bancario.

1.5. I principali players mondiali

Anche se i dati esistenti sulle quote di mercato del Robo-Advisory sono tra loro molto discordanti, dal confronto si rileva la presenza di almeno un elemento in comune: indicano una rapida crescita generale in particolare relativa agli ultimi anni (Ringe-Ruof 2018).

Secondo i dati raccolti da *Statista*, portale web di statistiche in ambito economico e statale, le attività in gestione ai Robo-Advisors a livello globale ammontano a circa 980 milioni di dollari nel 2019 e gli utenti complessivi sono circa 46 milioni, stimando una crescita del 27% di attività e un aumento di ulteriori 100 milioni di users entro il 2023.

Gli Stati Uniti detengono la più alta quota di utilizzo del servizio: il totale degli Asset under Management (AuM) gestito solo dai consulenti robotizzati americani ammonta a quasi 750 milioni di dollari (Yang 2019). Negli ultimi anni, anche in Asia il servizio ha visto uno sviluppo rilevante, grazie alla sua diffusione tra numerosissimi utenti della categoria *mass market*. La Cina, oggi, è il secondo paese al mondo per volume di AuM gestito da Robo-Advisors, mentre Regno Unito, Germania e Canada occupano rispettivamente terzo, quarto e quinto posto (Statista, 2019).

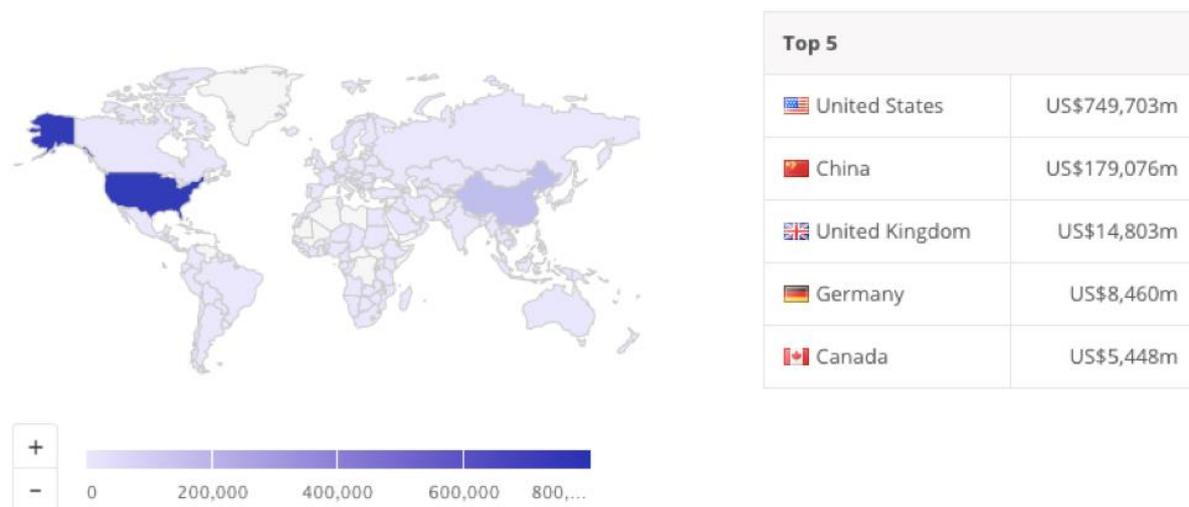


Figura 5: Statista, May 2019; Selected region only includes countries listed in the Digital Market Outlook © Natural Earth

La diffusione dei diversi strumenti di Robo-Advisory dipende da diversi fattori, come l'educazione finanziaria degli utenti o la loro propensione a investire in maniera indipendente. Non è stato un caso, infatti, che i primi consulenti finanziari automatizzati siano comparsi nei paesi anglosassoni, caratterizzati da una maggiore presenza di investitori indipendenti. Questa tipologia di investimento è meno diffusa in Italia, dove tali servizi sono ancora scarsamente utilizzati (Colombari-Tedeschi 2019).

Inizialmente nel settore sono apparse le state *start up hi-tech* indipendenti americane che si proponevano (intorno al 2008) di offrire un modo innovativo, semplice e più economico la diffusione di financial advice. Tale obiettivo non era molto difficile da raggiungere in quegli anni di grande sfiducia degli investitori verso le tradizionali istituzioni finanziarie. *Betterment* e *Wealthfront* entrarono sul mercato con la fornitura di un primo modello puro che puntasse su tools facili da utilizzare per semplificare il più possibile la customer experience, aspetto che resta il loro fattore critico di successo. Entrambe riscontrarono un buon risultato, dovuto al fatto che non erano presenti sul mercato adeguati competitor.

Solo in un secondo momento le piattaforme di consulenza automatizzata sono state adottate anche da compagnie di investimento già affermate sul mercato, spinte dalla maggiore competizione nata a seguito dell'ingresso dei nuovi players. Le istituzioni tradizionali sono state, quindi, costrette a puntare sull'innovazione, sviluppando proprie piattaforme *in house* (è il caso di *Vanguard Group* e *Charles Schwab*) oppure acquisendo Robo-Advisors già esistenti, come nel 2015 ha fatto *BlackRock* annettendo a sé *FutureAdvisor*.

Silvia Agnelli, partner di IBM, sostiene: “Prendendo spunto da una pubblicazione di due docenti della London Business School, si può dire che, in questo caso, sia meglio essere *Fast Second*, che *First Mover* (“*Fast Second: How Smart Companies Bypass Radical Innovation to Enter and Dominate New Markets*”. Constantinos C. Markides; Paul A. Geroski): le firm della consulenza possono far proprie le innovazioni tecnologiche introdotte e sperimentate da altri, adattandole al proprio business ed alle proprie strategie di sviluppo commerciale.” È probabilmente in ragione di ciò che né *Betterment*, né *Wealthfront*, riescono, in termini di Asset under Management a reggere il confronto con il modello ibrido *Vanguard Personal Advisor Services (VPAS)*: nonostante il suo lancio sia avvenuto solo nel 2015, infatti, si afferma come leader indiscusso del mercato, puntando non tanto sull’high-tech, quanto sulla disponibilità per i clienti del supporto di team di consulenza che forniscono un servizio personalizzato di qualità e ad un prezzo considerevolmente basso. *VPAS* e gli altri due players *SigFig* e *Fidelity Go*³ sono considerati da *Backend Benchmarking* i migliori robos del primo semestre 2019, ponendosi ai primi tre posti nella relativa classifica “*The Robo Ranking*TM”, costruita tenendo conto di diversi fattori quali caratteristiche, pianificazione finanziaria, customer experience, accesso al *live advisor*, trasparenza e conflitti di interesse, investimenti minimi, costi e performance.

Per le sue dimensioni è da menzionare anche *Intelligent Portfolio*, Robo-Service ibrido dell’incumbent *Charles Schwab* lanciato nel 2015, che nel periodo in analisi ha conosciuto un 37% di nuovi clienti. Per quanto riguarda, invece, gli operatori bancari presenti sul mercato, ad offrire questa tipologia di servizio sono *WellsFargo (Intuitive Portfolio)*, *Morgan Stanley* e *JP Morgan* (Colombari-Tedeschi 2019).

Il mercato americano presenta una vastissima offerta all’interno del settore, contando sullo sviluppo di advisors che cercano di soddisfare esigenze, e quindi segmenti di clientela, più disparati. L’investimento minimo richiesto può essere di un dollaro (come nel caso di *Betterment*) o maggiore, fino ad arrivare a cinquantamila dollari (come richiesto da *Vanguard Personal Advisor Services*). La diversificazione dell’offerta tocca per fino temi sociali, come dimostra *Ellevest*, piattaforma ibrida “*designed by women, for women*” fondata nel 2014 da Sallie L. Krawcheck e indirizzata verso un target femminile, che individua come propria mission quella di “*colmare il divario di genere nel mondo degli investimenti*”. Altro esempio è quello di *Sustainfolio*, “*progettato per coloro che vogliono integrare la sostenibilità nei loro portafogli digitalmente*”.

³ In ordine, al primo posto *Fidelity Go*, seguito *Vanguard Personal Advisor Services* e *SigFig*.

Subito dopo gli Stati Uniti per dimensione del settore vi è la Cina. La sua transizione da paese in via di sviluppo a paese leader nella rivoluzione digitale offre innumerevoli opportunità di investimento nei settori più avanzati dell'economia, come quello della robotica e dell'Intelligenza Artificiale (Scarale, 2019). La tecnologia è parte integrale e integrante della vita quotidiana della Cina contemporanea. Sono i consumatori a determinare il successo dei nuovi trend e dal momento che sono proprio loro a dichiararsi sempre pronti e veloci nello sperimentare nuovi modelli di business, non sorprende che siano anche inclini più degli altri all'uso dei servizi di investimento automatizzati.

È vero che solo il 4,2% dei consumatori cinesi usa un robo-advisor come fornitori principale degli investimenti. Si tratta però di una cifra quasi doppia rispetto a quella media globale: 2,3%. Inoltre, la quota di investitori cinesi che hanno provato almeno una volta un robo-advisor si attesta al 31,8%, contro il 13,7% degli investitori globali.

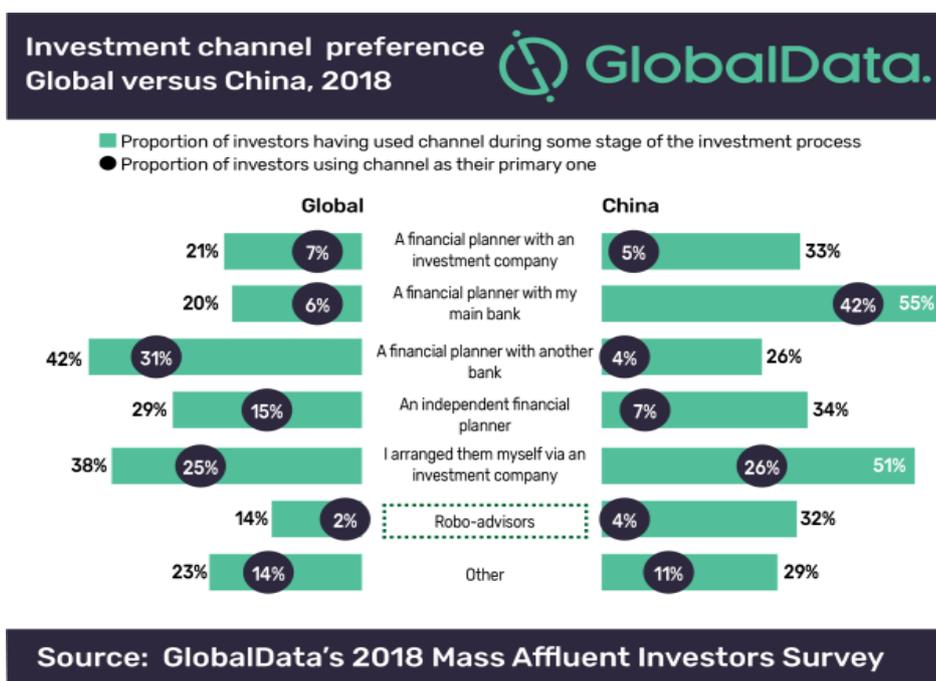


Figura 6 – Fonte: <https://www.next-finance.net/Chinese- robo- advice- market- too>

Fondato a Beijing nel 2015, *Clipper Advisor* è stato il pioniere cinese, facendo conoscere al settore del Wealth Management l'innovativo business model americano del Robo-Advisory. Il mercato degli investimenti cinese è destinato a crescere rapidamente, il che significa che è ancora lontano dall'essere saturo. I nuovi entranti si troveranno a fronteggiare la competizione dei giganti della big tech cinesi quali *Ant Financial* e *Ping An-backed Lufax*, nonché di start up come *WaCai*.

Tra le istituzioni bancarie attive nel settore, invece, si distinguono *Industrial and Commercial Bank of China, ICBC* (prima banca al mondo nel 2017 per capitalizzazione di borsa e assets secondo la classifica pubblicata da Forbes), con il lancio della piattaforma *AI Investment* (2017) e *China Merchants Bank*, con *Machine Gene Investment*, modello ibrido conosciuto anche come *Mojie robo advisory service*.

Se paragonato agli Stati Uniti, il mercato europeo, invece, risulta ancora in chiaro ritardo (Ringe-Ruof 2016). La diffusione dei consulenti finanziari automatizzati all'interno del continente è molto frammentata e varia drasticamente da un paese all'altro: è maggiore in Gran Bretagna, che detiene il 75% degli AuM europei, seguita dalla Germania con circa il 17%.

Nel territorio europeo il settore ha cominciato a svilupparsi nel 2011, seguendo il successo e la crescita americani, con la nascita di *Nutmeg*, advisor *B2C* di origine inglese che richiede un investimento iniziale di 500 sterline, con una commissione che, in base alla somma investita e al servizio scelto (tra *fixed allocation*, *fully management* o *social responsible*), può variare dallo 0,45% allo 0,75% degli AuM, comunque più economica del 1,24% medio addebitato dai gestori professionali inglesi (Phoon-Koh 2018). In aggiunta, offre la possibilità di creare un *Individual Savings Account (ISA)*, prerogativa riservata ai cittadini inglesi per l'ottimizzazione fiscale, e di realizzare un piano pensionistico personalizzato.

In Germania in pochi anni il numero di imprese che forniscono un servizio di Robo-Advisory è aumentato notevolmente, mettendo il paese al secondo posto in termini di AuM. Il primo consulente finanziario automatizzato è stato *Quirion*, che concentra la propria strategia d'investimento sulla ricerca di elementi scientifici che riescono ad evitare ogni previsione emozionale circa l'andamento del mercato e privilegia investimenti in una visione di lungo periodo in fondi indicizzati o ETF, con una commissione fissa dello 0,48% annuale del volume investito.

Il leader di mercato, invece, è *Scalable Capital* (2014) che, secondo le stime di Deutsche Bank, detiene un terzo della quota di mercato totale (Deutsche Bank Research, February 2019). La piattaforma, fondata tra il 2014 e il 2015, presta i propri servizi di generale gestione patrimoniale, ISAs e piani pensionistici solo ai consumatori residenti in Germania, Austria, Svizzera e Regno Unito, richiedendo un deposito minimo di 10 mila sterline. Un tale investimento iniziale, sicuramente maggiore di quello richiesto dai competitors, si rende necessario se si considera la strategia dell'azienda di voler assicurare un portafoglio globalmente diversificato grazie

all'utilizzo di diversi tipi di ETFs. Anche in Germania le banche hanno cominciato ad espandere la loro impronta sul Robo-Advisory attraverso le proprie offerte o acquisendo start up già esistenti; l'entrata in un mercato concentrato da parte di attori istituzionali con una rete di clienti già ampia e affermata è prova della crescente competitività del settore (proprio Deutsche Bank nel 2015 ha implementato *AnlageFinder*, robot rivolto sia ad investitori esperti che a coloro che sono alle prime armi).

1.6. In Italia

Secondo una stima di PwC, gli Asset under Management dei consulenti finanziari automatizzati in Italia ammontano a circa lo 0,06% del risparmio gestito nazionale, un dato ben inferiore alla media europea dello 0,14%. Come scrive Vittorio Carlini nell'articolo "Il robot-gestore dei risparmi costa poco ma in Italia lo usano in pochi" su Il Sole 24 ORE "*Lo Stivale, sul fronte del risparmio, è caratterizzato da un'impostazione bancocentrica. La rete di filiali degli istituti di credito costituisce un'ossatura che agevola l'interazione tra risparmiatore e consulente fisico* (Carlini 2019). La figura del consulente finanziario umano, quindi, è ancora centrale e necessaria. È per questo motivo che tra i diversi modelli di Robo-Advisory in Italia riscontra maggiore successo quello ibrido. "*L'automazione - spiega Marco Giorgino, Direttore scientifico dell'Osservatorio Fintech & Digital Finance del PoliMi - non è in grado di gestire la componente emotiva del risparmiatore, in particolare in momenti di volatilità dei mercati come gli attuali. Di conseguenza non stupisce che il cliente retail chieda l'interazione con un soggetto umano*".

1.6.1. I Players

Il settore italiano risulta, in generale, poco sviluppato rispetto ad altri paesi europei, contando un numero di piattaforme disponibili minore della media inglese e tedesca.

Il pioniere del mercato è *Moneyfarm*, start up stand alone di origini sarde fondata nel 2011 con la mission di aiutare le persone a prendere decisioni migliori riguardo i loro soldi, così che queste riescano a gestire autonomamente le proprie finanze, in modo semplice ed efficiente, e senza costi nascosti né conflitti di interesse.

L'obiettivo annunciato dal co-fondatore e presidente Paolo Galvani è quello di "*scalare il business a livello europeo e aumentare la gamma di prodotti investendo nella tecnologia proprietaria*". Dal 2016, infatti, Moneyfarm ha avviato la sua attività a Londra, mentre nel 2018 si è inserita nel mercato tedesco attraverso l'acquisizione di *Vaamo*. Il servizio erogato è

riconducibile al modello ibrido e l'offerta, accessibile con un investimento minimo di 100 euro, conta una gamma di 12 portafogli consigliati in base alle caratteristiche del cliente.

Player di indiscutibile rilievo è *RoboBox*, lanciato nel 2016 da *Online Sim*: già premiato dall'Istituto Tedesco Qualità e Finanza come il miglior Robo-Advisor italiano 2017/2018, è stato valutato anche per il 2019 come il miglior servizio di Robo-Advisor in Italia con il Sigillo di Qualità "*I MIGLIORI IN ITALIA – Nr. 1 Servizio – Robo Advisor 2018/2019*". La piattaforma offre ben due consulenti automatizzati tra cui scegliere: Alfa SCF e Ambrosetti Asset Management. La prima è una società di consulenza finanziaria torinese che lavora con una strategia di investimento *trend following* (ovvero segue l'andamento del mercato, senza cercare di batterlo). La seconda è una società di intermediazione mobiliare che opera con la strategia di *absolute return* (si propone, cioè, di ottenere lo stesso rendimento di un indice stabilito, maggiorato di uno spread). Entrambe richiedono un investimento minimo di 50.000 euro e mettono a disposizione cinque portafogli diversi tra cui il cliente può scegliere in base alle proprie esigenze ed al livello di rischio in modo sicuro e personalizzato.

Non mancano soluzioni di matrice bancaria come *YellowAdvice* di *CheBanca!* e *IBNavigator* promosso da *InvestBanca*, né partnership fra WealthTech e banche tradizionali: è il caso della collaborazione della già citata Moneyfarm con *Banca Sella*. Quest'ultima ha, inoltre, avviato un percorso di integrazione con la tecnologia B2B, quindi un modello di Robo4Advisor, per mettere a disposizione dei suoi private banker un servizio che li accompagni in ogni fase del rapporto con il cliente, dalla profilazione al monitoraggio nel tempo, grazie all'implementazione di funzionalità di riassetto automatico dei portafogli, che consentono al banker di elaborare in tempo reale proposte di portafoglio sempre aggiornate.

1.6.2. La scarsa diffusione

L'indagine condotta da CONSOB (2019) ha rivelato che la scarsa diffusione dei servizi di consulenza finanziaria automatizzata in Italia, e quindi il numero limitato di operatori attivi, potrebbe essere diretta conseguenza dello scetticismo che accompagna i consumatori nei confronti di servizi digitali in generale.

Mauro Panebianco, partner di PwC nonché uno dei maggiori esperti di Robo-Advisory, attribuisce la causa del limitato uso di questa tecnologia da parte dell'investitore italiano ad una questione di cultura. Più precisamente, sarebbero la scarsa educazione finanziaria e la diffidenza verso la tecnologia a costituire il freno per il settore del risparmio gestito, teoria che trova d'accordo anche

il *Joint Committee* delle ESAs, le autorità di supervisione europee (EBA, Autorità Bancaria Europea; EIOPA, Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali; ESMA, Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati).

Secondo i dati CONSOB, circa il 15% degli investitori italiani utilizza questi servizi e la maggioranza è costituita da uomini con un elevato grado di istruzione e giovani che hanno una cultura digitale elevata. I primi rientrano nella fascia d'età tra i 40 ed i 50 anni e sono riconducibili al target degli investitori *tradizionali*, ovvero soggetti che hanno come obiettivo la conservazione del capitale mantenendo un basso profilo di rischio. Questi sono tendenzialmente soddisfatti dai modelli di business tradizionali, non richiedono ancora di gestire in completa autonomia il portafoglio tramite piattaforme digitali, percependole ancora poco sicure; prediligono, invece, forme di consulenza dipendenti dal contatto umano. Si caratterizzano, inoltre, per un livello di alfabetizzazione finanziaria relativamente alto e si rivolgono al Robo-Advice principalmente per avere un confronto tra i prodotti offerti dalle emergenti società fintech e quelli degli istituti bancari. I giovani, al contrario, sono classificabili come clienti *smart* che richiedono un servizio semplice, accessibile, digitalizzato e autonomo. Sarebbero favorevoli ad investire senza consulenza esterna e con un rischio più elevato per ottenere rendimenti maggiori, adottando soluzioni di gestione innovative come quelle di Robo-Advisory. Questa tipologia di clientela, quindi, ha effettivamente accesso ai mezzi, tuttavia necessita di contenuti: il basso livello di educazione finanziaria, infatti, costituisce una barriera non trascurabile all'accesso al settore di Asset e Wealth Management.

La scarsa educazione finanziaria è una realtà che riguarda la generalità della popolazione italiana e non solo i più giovani. Il livello di educazione misurato in Italia del 37% è maggiore unicamente a quello del Portogallo (26%) tra i Paesi dell'Eurozona. Risulta ancora più critico nel paragone con i Paesi del G20, quali ad esempio Canada (68%) o Germania (66%). Anche in quest'ultimo confronto, l'Italia risulta penultima, un'anomalia se si considera come la relazione fra educazione finanziaria media e sviluppo economico di un Paese sia stata ampiamente comprovata e l'Italia presenti livelli di educazione paragonabili a quelli delle economie in via di sviluppo piuttosto che a quelle mature (PwC 2018).

Nel 2018, PwC ha messo in atto il *Progetto Leonardo*, un'iniziativa che si proponeva, tra gli altri obiettivi, di indagare il contesto italiano in termini di propensione verso soluzioni di investimento innovative. In modo più specifico, l'analisi è stata condotta lungo quattro dimensioni:

l'educazione finanziaria, la propensione alla digitalizzazione, al cambiamento ed a soluzioni di Robo-Advisory. Ciò che è emerso è che solo una persona su cinque dichiara di avere una conoscenza elevata in ambito finanziario (circa il 30% con un'età compresa tra i 46 e i 55 anni e meno del 20% tra gli under 26 e gli over 65); inoltre la rete sembra rappresentare un insostituibile strumento di informazione, tuttavia viene spesso sostituita da una seconda fonte informativa principale, ovvero quella dei “conoscenti più esperti in materia”: gli italiani sembrano, infatti privilegiare la consulenza di parenti o persone più prossime, piuttosto che considerare l'opinione di un operatore specializzato. Infine, i due terzi dei rispondenti alla ricerca di extra-rendimenti e con una buona propensione al rischio sarebbero favorevoli ad adottare soluzioni di Robo-Advisory contro un 24% di rispondenti con maggiore avversione al rischio. È chiaro, quindi, che la consulenza finanziaria automatizzata viene percepita come più rischiosa rispetto agli investimenti tradizionali; un'idea errata se si considera il fatto che il servizio presenta profili di investimento differenziati in base alle preferenze del singolo consumatore e che le diverse soluzioni hanno generalmente restituito rendimenti maggiori rispetto ad altre ritenute meno rischiose.

1.7. Aspetti regolamentari

Attualmente, non vi è uno specifico quadro regolamentare relativo al Robo-Advisory. L'unico documento redatto al riguardo è il Joint Committee Discussion Paper sull'automazione della consulenza finanziaria di ESMA, EBA e EIOPA del 5 settembre 2018. Questo si focalizza su due aspetti in particolare, ovvero provvede a dare una definizione di ciò che si intende per servizi di consulenza automatizzata e evidenzia quali sono i rischi e i benefici per imprese e investitori.

Nessuna Autorità Nazionale Competente (ANC) ha, quindi, ad oggi, provveduto a riportare una nuova legislazione domestica che copra il settore della consulenza automatizzata. Tali autorità ritengono, infatti, che secondo il principio di “*technology neutrality*”, gli utilizzatori degli strumenti di Robo-Advisory debbano essere informati e protetti ugualmente a come lo sono coloro che si riferiscono ad un consulente umano. Tuttavia, due elementi importati, secondo il report di PwC (2016) “*Robo Advisory moves forward in Italy*” dovrebbero essere presi in considerazione, ovvero come rispettare le regole di sostenibilità e adeguatezza definite da MIFID e MIFID II, e come comportarsi in tema di Privacy. Il Legislatore, infatti, dovrebbe almeno richiedere che le piattaforme di Robo-Advisory implementino migliori pratiche di controllo e monitoraggio come precisano le disposizioni di MIFID II raccomandate per il trading algoritmico.

È interessante notare che, secondo il Joint Committee, proprio l'indefinito quadro regolamentare rappresenta un limite allo sviluppo dei Robo-Advisors, nonché uno dei maggiori rischi per l'offerta.

Le principali barriere regolamentari sono costituite dalla relativa complessità della regolamentazione applicabile (MIFID II, MIFIR, IDD, GDPR, PRIIPs), dalla mancanza di una "identità digitale", di un'armonizzazione tra le procedure digitali europee di identificazione e dall'assenza di una consistente e univoca definizione legale di consulenza.

Tra i rischi potenzialmente derivabili da queste mancanze, oltre a quelli legati ai temi di Privacy e sicurezza, si individuano l'eventuale esposizione a contenzioso con il conseguente rischio reputazionale dovuto ad una automazione difettosa e la possibilità che possano nascere dispute legali a causa di allocazioni di passività poco chiare (PwC 2018).

CAPITOLO SECONDO

ROBO ADVISORY: ANALISI DEL BUSINESS

Il modello di business viene descritto utilizzando la matrice di Osterwalder et al. (2005), il Business Model Canvas, che ha come obiettivo quello di mostrare il modo in cui un business crea, distribuisce e cattura valore per i propri clienti.

Tale matrice si compone di nove building box che rappresentano gli elementi costitutivi di un'impresa e che sono riconducibili a quattro pilastri fondamentali:

1. la *value proposition* contraddistingue in modo univoco il business, individuando l'insieme di prodotti e servizi offerti ed evidenziando i relativi elementi distintivi a cui è attribuito un maggior valore dalla clientela target;
2. l'*interfaccia cliente* comprende i blocchi relativi alla clientela target, ai canali distributivi e alle relazioni gestite, identificando, quindi, i soggetti a cui si rivolge l'offerta e il modo in cui l'impresa comunica con il mondo esterno;
3. la *gestione delle infrastrutture* riguarda le attività chiave e le scelte strategiche volte all'implementazione della value proposition, le risorse e le competenze specifiche necessarie a tal fine e le partnership a monte e/o a valle della catena del valore;
4. gli *aspetti finanziari* e, quindi, la struttura dei costi e il flusso di ricavi, così da poter valutare l'effettiva sostenibilità economica del modello imprenditoriale.



Figura 7 – Business Model Canvas, Matrice di Osterwalder; Fonte: www.businessmodelcanvas.com

2.1. Value Proposition

Come già anticipato, il Robo-Advisory rappresenta un trend del più vasto fenomeno FinTech che sta cercando negli ultimi anni di attuare una disruption all'interno dell'industria dei servizi finanziari.

Il concetto di “disruptive technology” e poi di “disruptive innovation” è stato introdotto per la prima volta da Christensen et al. (1995).

“Disruption” descrive un processo per cui una piccola impresa riesce con successo a sfidare le imprese dominanti in un dato settore. Infatti, mentre queste sono impegnate a migliorare i propri prodotti e servizi per i clienti più esigenti (ed anche più redditizi) ignorando i bisogni di altri, i nuovi entranti con intenti “disruptive” si posizionano sui segmenti trascurati dai dominanti e si concentrano sul fornire le funzionalità richieste, spesso ad un prezzo inferiore. Gli *incumbent*, ancora in cerca di una maggiore redditività tra i segmenti più esigenti, non rispondono in maniera adeguata a questo attacco. I nuovi entranti crescono ed evolvono, arrivando a soddisfare anche segmenti più elevati del mercato, offrendo le stesse prestazioni che i principali clienti delle imprese dominanti richiedono e mantenendo i vantaggi che hanno determinato il loro primo successo. Nel momento in cui, quindi, i clienti tradizionali abbandonano le imprese dominanti per adottare le soluzioni offerte dai nuovi entranti, avviene la “disruption”.

In un uso più esteso del termine, una tendenza è “*disruptive*” quando modifica velocemente (in tempi ridotti) e radicalmente (con un grande impatto) un mercato o le modalità con cui operare in esso, quando le aziende dominanti, che non colgono la minaccia, soccombono o quando intere aree di business scompaiono.

I Robo-Advisors cambiano e innovano il modo di investire. L'oggetto del servizio è una raccomandazione, ovvero una proposta di azione che la piattaforma (senza o con un limitato intervento del consulente umano) consiglia all'investitore in ambito di costruzione, monitoraggio e ribilanciamento del portafoglio. In base al piano sottoscritto, il cliente può scegliere se dare la possibilità all'advisor di eseguire automaticamente e immediatamente la mossa strategica consigliata o se questa debba restare un consiglio e necessiti dell'approvazione dell'investitore perché sia implementata. Tale raccomandazione ha generalmente una validità temporale limitata e predefinita per evitare che venga eseguita in un momento lontano da quello in cui è avvenuta la profilatura, quando non sarebbe più la scelta ottimale da compiere.

Al fine di ampliare il target di clientela che ha accesso alla gestione patrimoniale e alla consulenza sugli investimenti, i Robo-Advisors da un lato facilitano l'accessibilità del servizio, riducendo di

gran lunga gli investimenti minimi richiesti per iniziare un rapporto di consulenza e servendosi di canali di distribuzione online che semplificano e velocizzano la customer experience, dall'altro devono necessariamente abbassare i costi dei servizi offerti perché l'idea imprenditoriale risulti sostenibile. Per fare ciò, l'obiettivo primario è quello di minimizzare o di eliminare completamente l'intervento umano in modo da poter diminuire, prima di tutto, le commissioni da pagare ai consulenti. Queste figure professionali vengono, quindi, sostituite totalmente o parzialmente dai computer che, in modo autonomo e senza utilizzare la forza lavoro umana, selezionano gli investimenti ottimali per i clienti. Un'altra strategia è quella di comporre i portafogli proposti prevalentemente con quote di Exchange Traded Funds (ETF).

2.2. Interfaccia Clienti

I consulenti finanziari automatizzati mettono in discussione i modelli tradizionali di Asset e Wealth Management attuando una disintermediazione nel canale di offerta, che consente al cliente di accedere direttamente al prodotto attraverso una piattaforma *direct to consumer*, *D2C*. Il servizio è erogato tramite canale digitale: il web rappresenta, quindi, l'unico canale di accesso nell'accezione pura di Robo-Advisor e il più importante nel modello ibrido. Ciò consente un modo più facile, veloce e user-friendly di operare, una fruizione più comoda del servizio senza vincoli d'orario né logistici, e non richiede particolari competenze digitali se non la capacità di navigare in rete. In quest'ottica, il terzo Quaderno Fintech (2019) attribuisce i fattori critici di successo del business alla funzionalità e alle caratteristiche della piattaforma degli operatori, cioè all'usabilità in senso stretto dei siti web (CONSOB, 2019). In modo più specifico, il termine usabilità sta ad indicare "il grado in cui un prodotto può essere usato da specifici utenti per raggiungere specifici obiettivi con efficacia, efficienza e soddisfazione in uno specifico contesto d'uso" (norma 9241 Ergonomic requirements for office work with visual display terminals dell'International Organization for Standardization).

Il rispetto del criterio di usabilità impone che il sito debba offrire un'esperienza soddisfacente in termini di semplicità e di velocità di navigazione in base, per esempio, al tempo di caricamento delle pagine web o al numero di click necessari per raggiungere le informazioni ricercate. I contenuti, inoltre, devono essere chiari e utili, quindi comodamente reperibili e fruibili in base a uso dello spazio, disposizione, visibilità e leggibilità dei testi, chiarezza nel lessico utilizzato e nell'esposizione generale delle informazioni offerte, così da consentire una buona identificazione della tipologia di servizio offerto. Infine, deve essere garantita efficienza del sito in termini di

bassa frequenza di pagine di errore, di completezza delle informazioni e di eventuale presenza di un procedimento di messaggio/ricevuta/email di conferma per ogni operazione realizzata.

Per quanto concerne il servizio aggiuntivo di assistenza al cliente, questo è prestato online o, su richiesta del cliente, via e-mail o al telefono eliminando la relazione personale con il gestore. Almeno nel modello puro di Advisory, non è necessariamente garantita l'assistenza da parte di uno specifico consulente, in quanto i sistemi di supporto consentono al personale incaricato un'interazione basata sulla conoscenza della situazione del singolo cliente. Non è comunque da sottovalutare l'importanza della relazione tra cliente e consulente, che resta un fattore critico di successo: il mercato, infatti, sembra orientato verso la valorizzazione della relazione umana e la prova è la prevalenza del modello ibrido nella consulenza automatizzata.

Soprattutto nel Robo4Advice tale rapporto continua ad avere un ruolo rilevante. La relazione intermediario-cliente finale si mantiene sul canale tradizionale in quanto il servizio è posto a supporto del professionista e tocca la fase preliminare di analisi degli strumenti e dell'andamento del mercato che si svolge prima di rapportarsi effettivamente con il cliente. La digitalizzazione si rende strumentale ad ampliare gli spazi che il gestore può dedicare alla cura della relazione con gli investitori finali. Non è, quindi, intaccato il rapporto personale di fiducia che tradizionalmente si instaura tra il wealth manager e l'investitore.

In linea con il concetto di “disruption”, al fine di individuare quali sono i segmenti di mercato su cui i Robo-Advisors si posizionano, è opportuno riconoscere il tipo di cliente che le banche e le società di gestione del risparmio tradizionali non soddisfano. In una prima generica distinzione, sicuramente i clienti corporate si trovano fuori dalla portata dei consulenti automatizzati e ancora nel raggio di operatività delle banche data la notevole eterogeneità delle esigenze delle aziende che possono essere meglio soddisfatte attraverso l'instaurazione di un rapporto personale tra intermediario finanziario e impresa. Esclusa questa categoria, resta da analizzare la macro-classe dell'investitore individuale. Ad essa ben si addice una rappresentazione di tipo piramidale in cui in alto si pongono i clienti con maggiore dotazione di ricchezza e che sono in numero minore (*High Net Worth Individuals, HNWI*s), al centro sono individuati i soggetti che dispongono di un livello di reddito medio (*Affluent*), mentre alla base si trova la maggioranza della clientela con un più basso profilo patrimoniale (*Mass Market*).

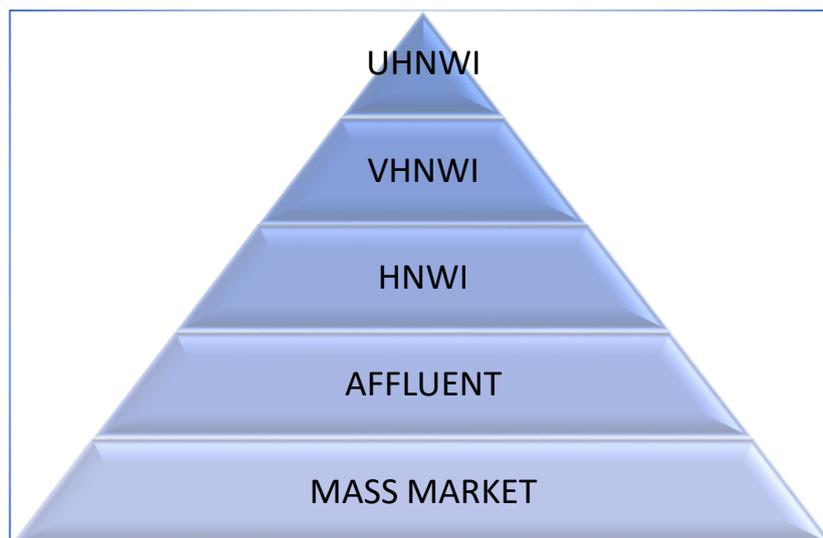


Figura 8 - Fonte: Elaborazione personale

I segmenti degli HNWI comprendono gli investitori che detengono da uno a cinque milioni di dollari americani in attività finanziarie liquide; da cinque a trenta milioni di dollari si è, invece, classificati come *Very High Net Worth Individuals (VHNWIs)*; superata tale soglia si parla di *Ultra High Net Worth Individuals (UHNWIs)* (Capgemini-Merril Lynch, 2019). Queste tre sottocategorie reputano necessario essere guidate da un consulente finanziario non automatizzato e costituiscono, peraltro, la clientela preferita dalle banche. Rientrano nel target del servizio di *private banking*, caratterizzato da alti livelli di personalizzazione e di impegno offerti dai consulenti. I portafogli di elevata liquidità richiedono una gestione necessariamente più complessa e l'offerta di prodotti differenziati e sofisticati: in questo contesto l'intermediario finanziario potrà richiedere commissioni, e quindi ottenere maggiori margini di guadagno.

Sebbene l'attenzione del business sia rivolta verso le categorie di clientela appena esposte, gli intermediari finanziari tradizionali si spingono a servire anche una fascia media degli investitori, gli *Affluent*, ovvero coloro che possiedono attività liquide non inferiori a centomila dollari. Tale tipologia di clientela è soddisfatta attraverso soluzioni caratterizzate da un grado di personalizzazione minore e, quindi, più standardizzate, concedendo alle banche la possibilità di ottenere rendimenti ancora soddisfacenti.

Alla base della piramide si pone, infine, il segmento *Mass Market*, il quale comprende una fascia di popolazione sempre più ampia e con una dotazione patrimoniale inferiore ai centomila dollari. I margini di guadagno ottenibili sono considerati dai consulenti finanziari troppo limitati rispetto al *cost-to-serve* (il costo per servire il segmento), il quale viene giudicato non sostenibile nel lungo

periodo (KPMG 2016). Di conseguenza, questa tipologia di clientela resta insoddisfatta e le relative masse inutilizzate, favorendo il posizionamento dei Robo-Advisors. Gli investitori Mass Market ricercano strumenti semplici e un elevato grado di trasparenza e sono disposti a pagare commissioni minori rispetto a quelle tradizionali. I loro obiettivi sono poco impegnativi dal punto di vista finanziario e possono essere soddisfatti senza soverchie difficoltà attraverso strumenti standardizzati e scelte di investimento semplici ed intuitive. Ciò favorirà il raggiungimento di rendimenti parametrati al basso profilo di rischio. In genere, inoltre, hanno poca fiducia nel sistema finanziario (anche a causa delle recenti crisi), per cui sono tendenzialmente più prudenti, con un profilo caratterizzato da un trade off rischio-rendimento medio-basso, appropriato per essere soddisfatto da un consulente finanziario automatizzato.

Un target di consumatori più specifico a cui si può puntare è quello dei *Millennials*. Tale termine individua la generazione Y, ovvero tutti gli individui nati dal 1981 al 1996 (Pew Research Center, 2018). Questi, oltre a presentare la caratteristica già descritta di una bassa disponibilità finanziaria da investire e per la quale preferiscono delle commissioni meno ingenti, sono particolarmente favorevoli all'utilizzo del web come canale distributivo. Sono cresciuti insieme alla diffusione di Internet e alla dematerializzazione della maggior parte dei servizi a cui prima si poteva accedere solo fisicamente, sono abituati ad utilizzare la rete quotidianamente e per svolgere qualsiasi tipo di attività dallo shopping on line (*e-commerce*) al *banking on line*. Probabilmente, preferiscono l'idea di doversi rapportare esclusivamente (o quasi) con un computer piuttosto che con un consulente finanziario fisico, sia perché possono sentirsi distanti o poco fiduciosi nei confronti della realtà degli intermediari finanziari, sia perché richiedono e ricercano la comodità e l'istantaneità che solo il web può offrire. Il modello puro sembra, in definitiva, il più adatto a questa tipologia di cliente.

Sebbene i Millennials rappresentino la clientela target, la consulenza finanziaria automatizzata non esaurisce la propria offerta soddisfacendo unicamente questa categoria di investitori. I costi bassi e la possibilità di monitorare lo stato del portafoglio *ongoing* riescono, infatti, ad attirare l'attenzione di individui di fasce d'età diverse quali i GenXers, ovvero la generazione X nata tra il 1965 e il 1980, e i Baby Boomers, nati prima del 1965. Se è vero che questi ultimi possono essere meno interessati al Robo-Advisory per una propensione relativamente minore all'utilizzo del canale digitale, i GenXers sono, invece, sono aperti all'uso dei dispositivi hi-tech e alle loro funzionalità, come dimostra l'impiego rilevante di Amazon e dei social network. Non escludono, pertanto, la possibilità di sperimentare le nuove modalità di investimento.

Ritornando alla segmentazione della clientela per ricchezza patrimoniale, è necessario sottolineare che nonostante la domanda degli Affluent e degli HNWI sia già soddisfatta dall'offerta degli istituti tradizionali, esiste una percentuale di entrambi i segmenti (maggiore nel primo caso, minore nel secondo) che si serve delle piattaforme di Robo-Advisory come scelta alternativa. Gli High Net Worth Individuals, infatti, reputano le piattaforme digitali come un modo molto utile per monitorare l'andamento in tempo reale dei propri investimenti; un investitore affluent, invece, può essere interessato a un modello ibrido del servizio tramite il quale investire in piena autonomia, senza necessariamente delegare completamente la gestione del patrimonio e con la sicurezza di poter usufruire dell'assistenza e dell'esperienza di un consulente fisico in caso di necessità.

Per concludere, è da notare che a questi due segmenti è rivolto, seppur indirettamente, il modello di Robo4Advisor, utilizzato da banche e providers ad esse assimilabili al fine di migliorare e potenziare la prestazione del servizio offerto.

2.3. Gestione Infrastrutture

Il terzo pilastro della matrice di Osterwalder mira ad analizzare il modo in cui il management infrastrutturale riesce a implementare la value proposition del business model che si sta studiando. È opportuno, a tal fine, identificare quali sono gli elementi chiave complementari all'offerta principale che si rendono necessari per il successo dell'idea imprenditoriale. La gestione delle infrastrutture comprende, in particolare, tre dei nove building box complessivi. Il primo riguarda le *key activities*, ovvero le attività strategiche fondamentali da porre in essere per il funzionamento del modello; il secondo blocco comprende le risorse materiali e immateriali e le competenze del personale richieste volte a garantire il raggiungimento di un risultato soddisfacente in termini di customer experience; l'ultimo blocco, invece, mette in luce le partnership da intrattenere, ovvero gli accordi con soggetti terzi a monte, come fornitori di strumenti e tecnologie, e con quelli a valle della produzione della raccomandazione, in questo caso, quali gestori di portafoglio e esecutori degli ordini.

Come già precedentemente anticipato, il procedimento funzionale all'offerta di consulenza automatizzata prevede più fasi.



Figura 9 - Fonte: Elaborazione personale

Il primo step richiede che la piattaforma presenti al cliente interessato un questionario in linea con la regolamentazione MIFID II e tramite il quale si possano raccogliere informazioni utili al fine di disegnare una profilatura adeguata dell'investitore. Tale questionario viene elaborato con il supporto di professionisti esterni ed esperti di compliance, statistica, comunicazione, psicologia cognitiva e finanza comportamentale. Ne viene inoltre testata l'affidabilità attraverso analisi a campione, monitoraggi periodici e test pilota che valutano la comprensibilità delle domande poste; l'acquisizione e la gestione delle informazioni, inoltre, utilizzano mezzi tecnici che garantiscono la veridicità e la sicurezza del flusso dei dati in entrata.

Attraverso tale questionario, il cliente espone le proprie caratteristiche personali, le finalità di investimento e l'orizzonte temporale a disposizione e, sulla base del profilo risultante, la piattaforma costruisce automaticamente la proposta di investimento (applicando la teoria del portafoglio di Markowitz), proponendo e raccomandando un portafoglio personalizzato in termini di rischio e rendimento. Al fine di proporre soluzioni efficaci, sono stati sviluppati opportuni algoritmi non parametrici di misurazione del rischio, ovvero algoritmi che non prevedono aggiustamenti in base ai dati storici.

Successivamente alla creazione del portafoglio ideale, il Robo-Advisor suggerisce di investire in un universo di assets predefinito seguendo un workflow automatizzato e offrendo all'utente la possibilità di controllare i propri investimenti in modo trasparente e interagire con il robot quando desidera. Il monitoraggio e il rebalancing delle posizioni assunte avvengono automaticamente, continuamente o a cadenze predefinite, e sono spiegati e giustificati tramite report utili e tempestivi.

Tutte queste fasi vengono svolte autonomamente dai Robo-Advice nel modello puro e, talvolta, sono supportate da un'assistenza clienti fisica nella forma ibrida del servizio. Per il Robo4Advisor, invece, gli step che realizzano la consulenza finanziaria non sono tutti realizzati dal fornitore del servizio: alcune fasi, infatti, restano a carico dell'operatore finanziario fisico.

In tutti e tre i modelli di consulenza automatizzata, puro, ibrido e robo4advisor, le piattaforme sono tipicamente sviluppate *in house* dai providers stand-alone. Gli intermediari finanziari tradizionali che provvedono ad ampliare la loro offerta con tale servizio possono ugualmente sviluppare in autonomia le infrastrutture digitali necessarie, oppure, in caso di mancanza delle competenze tecniche, rivolgersi a fornitori specializzati di servizi informatici, esternalizzando il lavoro attraverso contratti di compravendita o partnership. In quest'ultimo caso la produzione delle piattaforme può, talvolta, avvenire in modalità *white label*, la quale consente il rebranding delle architetture digitali, apponendo su di esse il marchio degli intermediari acquirenti che apparirebbero, in questo modo, come unici sviluppatori.

Per quanto riguarda, invece, l'automazione dell'esecuzione della raccomandazione prestata al cliente, i providers bancari già dispongono delle infrastrutture necessarie. I providers stand alone, al contrario, possono avvalersi di partner esterni, come una banca per l'esecuzione degli ordini, o il gestore della piattaforma che ospita più advisors per i processi amministrativi (ad esempio, l'apertura di un conto deposito).

Infine, si analizzano le competenze chiave richieste al personale del business. Queste sono senz'altro determinanti in un'ottica di *Customer Relationship Management (CRM)*, ovvero di gestione della relazione con i clienti, attività che punta al potenziamento della fidelizzazione dei consumatori. È largamente condivisa l'estrema importanza del ruolo della *loyalty* nel rapporto tra cliente e impresa, la quale si fa garante di una fonte di profitto sicura su cui il business può contare almeno nel medio termine. È, inoltre, facilmente comprensibile come l'ambita fedeltà derivi da una customer experience totalmente positiva nell'arco temporale relativo all'utilizzo durevole di un dato servizio. Un'esperienza di consumo tanto soddisfacente non può che essere il risultato di una continua interazione gradevole ed efficace tra l'utente e il business. Gli elementi chiave che consentirebbero di raggiungere questo scopo sono da ritrovarsi proprio nelle competenze del personale. Tali competenze si distinguono in *hard skills* e *soft skills*.

Le *hard skills* racchiudono tutte le conoscenze teoriche e le competenze pratiche che un dipendente deve indispensabilmente dimostrare di possedere nell'ambito del lavoro svolto. In questo caso, il personale del business non può mancare di padronanza in materia finanziaria e in ambito informatico, al fine di garantire un servizio di assistenza al cliente sufficientemente idoneo. Non possono nemmeno mancare competenze di *web* e *information design* per quei

providers che sviluppano autonomamente i propri siti. La visualizzazione dei contenuti ricopre, infatti, un ruolo fondamentale perché la comprensione di quanto esposto sia assicurata.

In questo senso, studiando il tema di information design, il Simplification Centre, no profit inglese che si pone come mission la promozione di chiarezza nell'informazione, ha posto l'attenzione su quattro elementi chiave al fine di garantire l'efficacia della comunicazione:

- a) il contenuto, cioè la selezione delle informazioni da esporre;
- b) la struttura, ovvero il modo in cui le informazioni sono organizzate, sequenziate e collegate;
- c) il linguaggio, ossia come le informazioni sono espresse in parole;
- d) il design, quindi il font e la dimensione del testo, il layout e il design grafico del documento.

Per una migliore comprensione, inoltre, può rivelarsi utile l'inserimento di immagini, grafici e tabelle che evidenzino gli aspetti più importanti di quanto si vuole comunicare, come ad esempio le principali caratteristiche dei prodotti di investimento, la loro rischiosità o la presenza di un'eventuale forma di protezione del capitale. Semplificazione, visualizzazione e linguaggio familiare offrono, in via definitiva, la possibilità di rendere le informazioni più accessibili alla generalità degli utenti.

Le competenze tecniche, tuttavia, nel modello ibrido e nel Robo4Advice, non sono da sole sufficienti a garantire una customer experience nel complesso più che soddisfacente.

Le *soft skills* assumono un peso non trascurabile ai fini della valutazione positiva del servizio ricevuto e, quindi, del successo lavorativo. Esse sono definite come quelle competenze trasversali relative agli aspetti comportamentali e relazionali, propedeutiche ad un'interazione efficace e produttiva. L'affidabilità percepita dal cliente, l'abilità comunicativa, la flessibilità e l'adattabilità del consulente o dell'intermediario sono considerate fattori salienti in materia di gestione delle relazioni esterne, tanto quanto le competenze tecniche richieste.

2.4. Aspetti finanziari

I bassi costi della consulenza automatizzata a favore dei consumatori rappresentano uno dei principali motivi per cui questa tipologia di servizio ha riscosso tanto successo negli ultimi anni. Come è stato già ripetuto, i Robo-Advisors si presentano come valide alternative low-cost rispetto ai servizi tradizionali di gestione degli investimenti.

Il prezzo per la fruizione delle piattaforme online, e quindi i ricavi del business model, comprende innanzitutto una commissione annuale per la consulenza ricevuta. Questa può essere costituita da una commissione fissa o rappresentata da una percentuale dell'investimento annuo; può, inoltre, essere addizionata un'ulteriore performance fee, calcolata sulla base del risultato di gestione. In aggiunta, alcuni richiedono un expense ratio, ossia un rapporto di spesa che si spiega in ragione dei costi sostenuti dal consulente per gestire e lavorare con le quote degli strumenti che compongono il portafoglio. Di solito, tale costo è praticamente ritenuto dai dividendi pagati dagli strumenti stessi. Entrambe le componenti del prezzo della consulenza automatizzata sono quasi sempre calcolate come percentuale degli Asset under Management (AuM) e, complessivamente, variano di poco da un Robo-Advisor ad un altro.

Rispetto alle commissioni richieste da un consulente finanziario umano, che si aggirano genericamente all'interno di un intervallo che va dall'uno al tre per cento di AUM, la consulenza online costa all'investitore un prezzo che, di solito, non supera i cinquanta punti base. Betterment, ad esempio, carica solamente una commissione fissa dello 0,25%. Questa arriva allo 0,40% per gli account Premium, i quali richiedono un investimento minimo di centomila dollari e offrono una consulenza approfondita sugli investimenti effettuati al di fuori della piattaforma Betterment. Anche Wealthfront richiede una commissione fissa dello 0,25%, ad esclusione dei primi diecimila dollari investiti, gestiti gratis; il rapporto di spesa degli ETF, invece, va dallo 0,07% allo 0,16%. Nel caso italiano, prendendo in considerazione Moneyfarm, il costo totale annuo del servizio si compone di un expense ratio dello 0,26%, un bid-ask spread (ovvero il differenziale tra prezzo di acquisto e di vendita di un qualsiasi strumento finanziario quotato) che può raggiungere lo 0,07% e una commissione di consulenza che varia e decresce all'aumentare degli AUM gestiti: escludendo l'IVA, è pari all'1% per gli investimenti da 5.000 a 14.999 euro; allo 0,6% per quelli da 15.000 a 199.999 euro; allo 0,40% per l'intervallo che va da 200.000 a 499.999 euro; e allo 0,30% per AuM maggiori di 500.000 euro.

Servendosi della piattaforma Robobox, invece, il Robo-Advisor di Ambrosetti AM richiede una commissione fissa dello 0,90% sul capitale investito (non minore di cinquantamila euro); Alfa SCF propone, come Moneyfarm, delle percentuali di commissioni variabili seguendo i seguenti scaglioni: lo 0,70% per dossier da 50.000 a 150.000 euro; lo 0,60% per importi compresi tra 150.000 a 500.000 euro; e lo 0,50% per somme investite maggiori di 500.000 euro.

Per quanto concerne i costi sopportati dai providers di Robo-Advisors, invece, questi devono essere imputati, prima di tutto, allo sviluppo o all'acquisizione delle infrastrutture tecnologiche

necessarie per l'implementazione del servizio. Merita, inoltre, di essere considerato il costo di acquisizione dei nuovi clienti, relativo alle varie politiche di marketing implementate, come pubblicità e sponsorizzazioni. Questo, infatti, risulta generalmente elevato, tanto da poter mettere a rischio la sostenibilità economica del business model nel breve-medio periodo, comunque, i costi di offerta del servizio sono facilmente riducibili attraverso le economie di scala generate dall'applicazione delle nuove tecnologie. Queste, infatti, sfruttandole a pieno regime, consentono la replicabilità dell'offerta su larga scala, una migliore distribuzione dei costi fissi sopportati e, di conseguenza, la diminuzione del costo unitario di prodotto. Prendendo di nuovo Betterment come termine di paragone, questo conta più di trecentomila clienti contro un numero massimo di 100 rapporti che, invece, un consulente fisico può intrattenere (Kitces 2017).

I guadagni di efficienza che derivano dall'applicazione delle nuove tecnologie, quindi, permettono ai providers di consulenza automatizzata di far leva su politiche di prezzo sufficientemente competitive e si può aspettare un'ulteriore riduzione delle fees imposte in seguito al continuo aumento della client base.

CAPITOLO TERZO

LA CATENA DEL VALORE

La value chain analysis studia come il servizio di gestione degli investimenti dell'utente è implementato.

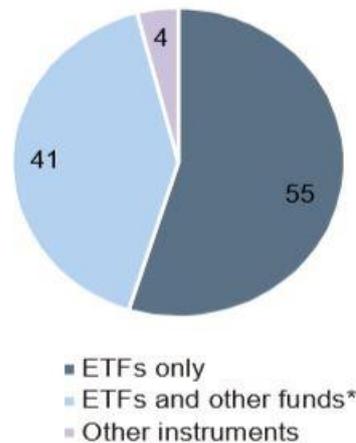
Il Robo-Advisor inizia la sua attività con l'analisi e la selezione degli strumenti finanziari ritenuti maggiormente idonei ed efficaci per la realizzazione della value proposition del business. All'utente è richiesto di compilare un questionario utile all'identificazione del proprio profilo di investitore. Questo costituisce l'unica fonte informativa che il consulente ha a disposizione sul cliente ed è su di lui che si basa per scegliere la migliore strategia di investimento da raccomandare. Questa è il risultato di un'opportuna analisi algoritmica che, basandosi sulle tradizionali teorie finanziarie, costruisce il portafoglio ottimo e idoneo a soddisfare i bisogni esposti dal cliente in fase di profilazione. La situazione finanziaria dell'investimento è tenuta costantemente sotto controllo e opportunamente riequilibrata in caso di necessità. Il cliente, infine, è tenuto costantemente aggiornato durante tutto il rapporto contrattuale.

3.1. Asset Selection

Nel processo di costruzione dei portafogli i Robo-Advisors seguono logiche simili, anche se con risultati abbastanza differenti. Il primo step richiede la selezione degli strumenti su cui investire. A differenza del servizio di consulenza tradizionale, che formula raccomandazioni su una gamma molto più ampia di prodotti finanziari, talvolta più onerosi e complessi, i consulenti automatizzati individuano negli strumenti passivi (e in particolare negli Exchange Traded Funds) la chiave del loro successo.

ETFs: Robo-advisors' key investment instruments

%



* Other actively managed funds.

Figura 10 - Fonte: Deutsche Bank Research (2017)

La gestione dei portafogli proposti dai Robo-Advisors segue, infatti, una strategia di investimento di tipo passivo denominata *Benchmarking*, la cui finalità è quella di ottenere lo stesso risultato di un benchmark di mercato prestabilito. In quest'ottica, risulta limitato lo spazio entro cui il gestore può agire, essendo ridotte sia le sue visioni personali circa l'andamento futuro del mercato che i minori costi di analisi e valutazione rispetto ad una strategia attiva. Questa, al contrario, punta a battere il mercato attraverso la massimizzazione del rendimento in termini assoluti o del differenziale di rendimento relativamente ad una strategia passiva di riferimento. La gestione attiva lascia margini di manovra più ampi e pone estrema fiducia nelle personali capacità di valutazione del gestore, considerate migliori della media degli altri operatori.

Tale aspettativa di outperformance rispetto al mercato non risulta, tuttavia, verificata dall'evidenza empirica degli ultimi anni. *Standard & Poor Dow Jones Indices*, tra le diverse compagnie che hanno effettuato analisi sul tema, dal 2002 pubblica lo *S&P Indices Versus Active (SPIVA) Scorecard*, una ricerca che compara i risultati dei fondi comuni azionari gestiti attivamente con i relativi indici di riferimento. Il report del 2018 conta quindici anni di dati raccolti ed analizzati e conferma, in quasi tutti i Paesi, la generale e paradossale underperformance dei fondi attivi rispetto ai relativi benchmark. In più, anche se si evidenziano rendimenti maggiori del mercato, questi sono statisticamente imputabili a fattori casuali, dal momento che una volta

ottenuto l'extra profitto, i gestori non sono generalmente in grado di ripetere con successo la stessa strategia.

Il grafico che segue è stato elaborato sulla base dei dati forniti dallo *SPIVA Around The World* (2018). Esso presenta, in relazione a orizzonti temporali di investimento di cinque, tre e un anno, conclusi nel Dicembre 2018, la percentuale dei fondi comuni che non è riuscita ad ottenere performance migliori dell'andamento generale del mercato di riferimento. In particolare, le statistiche americane valutano i Large Cap Funds rispetto allo S&P 500; in Europa gli Equity Funds sono confrontati con lo S&P EUROPE 350; gli Equity Large Cap Funds indiani sono rapportati allo S&P BSE 100; infine, la performance dei Domestic Equity Fungd giapponesi è posta in relazione allo S&P/TOPIX 150.

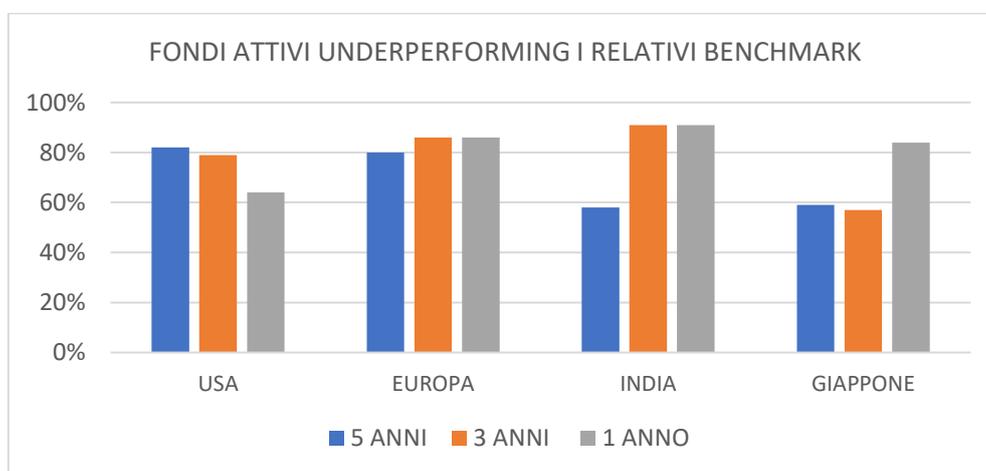


Figura 11 - Fonte: Elaborazione Personale

Se si segue la Teoria dei Mercati Efficienti (Fama, 1965), peraltro, la scelta della gestione passiva sembra essere l'unica disponibile. Questa, infatti, applicabile nella realtà almeno con l'ipotesi di efficienza in forma debole, esclude ogni possibilità di arbitraggio e, quindi, di ottenere un extra-rendimento dal mercato, garantendo l'assenza di asimmetria informativa in quanto ogni nuova informazione, nel momento in cui è resa pubblica, viene riflessa senza ritardi nei prezzi quotati, i quali si adeguano immediatamente.

Come si è evidenziato, gli strumenti passivi preferiti dai Robo-Advisors sono gli ETF, nati negli anni Novanta e divenuti sempre più popolari. Questi sono Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) in cui le risorse raccolte dal pubblico di investitori confluiscono in un unico patrimonio, il fondo, il quale viene gestito in monte, ovvero in modo unitario.

Gli ETF sono fondi indicizzati il cui obiettivo è l'esatta replica del benchmark di riferimento, per cui minimizzano il processo decisionale e l'intervento da parte del gestore. Le attività sottostanti possono essere indici azionari, obbligazionari, o di materie prime quotate in Borsa.

Cercano di ottenere un uguale rendimento e di avere lo stesso prezzo del sottostante. A tal fine l'ETF si compone del medesimo paniere di titoli che costituisce l'indice di riferimento. Quando si investe in tutti i titoli dell'indice si attua una strategia di *pure replication*. In alternativa è possibile realizzare una strategia di *replication sampling*, scegliendo tra tutti i titoli quelli più rappresentativi del benchmark: tale soluzione può risultare molto utile quando il numero complessivo degli strumenti che compongono l'indice è troppo elevato o quando questi sono molto illiquidi, ma è anche vero che in questo modo si rischia di minare e ridurre l'accuratezza della replica (*tracking error*).

Il legislatore italiano distingue, all'interno della macro-categoria degli OICR, i Fondi Comuni di Investimento (FCI) e le Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV). Nel primo caso, il fondo è gestito generalmente da una Società di Gestione del Risparmio (SGR) ed ha natura contrattuale. È autonomo, quindi completamente distaccato dal patrimonio sociale, ed è suddiviso in quote: in questo modo gli investitori che vi partecipano vantano un diritto di credito verso la SGR e delegano ad essa la completa gestione delle somme versate, sopportandone personalmente il rischio. Le SICAV, invece, consistono in fondi statuari con una propria personalità giuridica. Sono costituite come società per azioni ed hanno come oggetto sociale l'investimento collettivo del proprio patrimonio composto dalle risorse raccolte presso il pubblico tramite l'emissione di azioni. L'investitore, quindi, diventa socio detentore di azioni e, in quanto tale, indiretto gestore del fondo (attraverso, per esempio, la partecipazione alla nomina degli amministratori).

Gli Exchange Traded Fund sono, come FCI e SICAV dei fondi aperti a cui, quindi, non è posto alcun limite in relazione alle quote da poter emettere, ma si differenziano da questi in quanto seguono una strategia di gestione passiva e sono quotati in Borsa come le azioni. Sintetizzando le caratteristiche di entrambe le categorie di strumenti, fanno proprie da un lato l'elevata diversificazione e la conseguente riduzione del rischio tipiche dei fondi comuni, dall'altro la flessibilità e la trasparenza informativa della negoziazione in tempo reale delle azioni.

A tal proposito, il prezzo è costantemente aggiornato in base al Net Asset Value (NAV), cioè il valore attivo netto pro quota risultante dal procedimento di marking to market. Il NAV rappresenta il prezzo che l'investitore dovrebbe pagare per acquistare nuove quote del fondo o che dovrebbe ricevere se volesse vendere quelle che già detiene e si calcola come rapporto tra il

valore di mercato del portafoglio (dato dal prodotto tra prezzo di mercato dei titoli sommato alla liquidità) e il numero delle quote del fondo in circolazione.

$$NAV = \frac{(\text{prezzo di mercato dei titoli} \times \text{quantità}) + \text{liquidità}}{\text{numero di quote in circolazione}}$$

Grazie al sistema di creazione/rimborso delle quote, tipico degli ETF, inoltre, viene eliminato il rischio di un'eventuale sottovalutazione o sopravvalutazione del fondo. Questo è un meccanismo che, attraverso l'intermediazione di un Partecipante Autorizzato (PA), di solito un market maker o uno specialist, crea nuove quote quando la loro domanda sale ed elimina quelle esistenti quando la domanda scende. Ad esempio, se si vogliono creare nuove quote di ETF, il PA venderà all'emittente un certo valore di titoli che compongono l'indice sottostante e in cambio otterrà l'equivalente in quote del fondo stesso, che potrà negoziare sul mercato secondario. In questo modo, ogni volta che il titolo risulta sopravvalutato, l'AP interviene acquistando i titoli sottostanti e vendendo sul mercato la propria quota di fondo così da garantire la corretta valutazione dei prezzi. Il procedimento inverso si verifica quando il titolo risulta sottovalutato o le quote dell'ETF vogliono essere ridotte.

Ovviamente l'AP carica un differenziale tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita (*bid-ask spread*) da cui trae profitto ma, d'altro canto, si accolla personalmente i costi di transazione e le commissioni di deposito e prelievo del fondo, fattore che restituisce una performance migliore.

Il basso turnover, in fine, non consente una rilevante tassazione sul capital gain, per cui riesce a garantire una maggiore efficienza fiscale.

Anche se complessivamente le caratteristiche degli Exchange Traded Funds li rendono particolarmente idonei alla consulenza automatizzata, non tutti sono da considerarsi effettivamente adatti ai Robo-Advisors. Data la continua crescita e diversità dell'offerta di questi strumenti, nasce, infatti, il bisogno di effettuare una selezione più approfondita all'interno di tale mercato secondo un approccio *top-down*. A partire quindi dall'intero universo di ETF in cui è possibile investire, bisogna escludere prima di tutto quelli non abbastanza diversificati, quelli che offrono una copertura di nicchia (per esempio focalizzandosi sul mercato di un solo Paese in via di sviluppo) e i *leveraged* (o con leva), i quali si pongono l'obiettivo di offrire prestazioni doppie o triple rispetto a quella del gruppo di asset che seguono. In seguito a questa prima analisi sembra opportuno ridurre ulteriormente l'insieme eliminando gli ETF più recenti che dispongono di pochi

dati storici da cui ricavare informazioni utili (circa la volatilità per esempio), quelli meno liquidi e quelli che hanno realizzato performance non sufficientemente soddisfacenti. In questo modo si riesce a minimizzare la presenza di frizioni che concorrono a deviare la performance dell'ETF da quella del suo benchmark. Quelli che restano (secondo una ricerca condotta da Deutsche Bank nel 2017, dal 3% al 6% del totale) sono gli ETF fortemente diversificati, con ampia copertura, e caratterizzati da alta liquidità, la quale aiuta a tenere basso il differenziale denaro-lettera (deve essere sempre possibile vendere e acquistare in qualsiasi momento). Questi dovrebbero inoltre avere una lunga serie di dati storici tale da poter analizzare, così da evitare eventuali difficoltà informative e facilitare i successivi step di asset allocation e ottimizzazione del portafoglio.

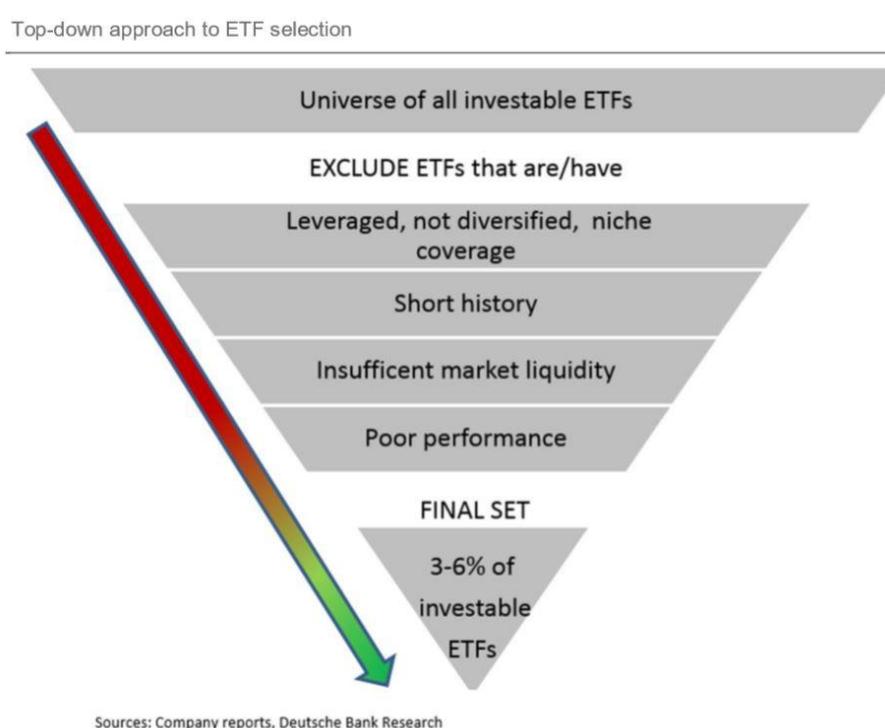


Figura 12 - Fonte: Deutsche Bank Research (2017), *Robo-Advice: A true innovation in Asset Management*

Peraltro, ogni provider sceglierà questi e/o altri parametri ritenuti più idonei al fine di effettuare una selezione più o meno accurata. Degli esempi possono essere il tracking error, ossia il differenziale di rendimento dell'investimento rispetto al benchmark, i costi di gestione, la qualità dell'emittente, nonché la capitalizzazione di mercato, la concentrazione di settore e l'esposizione geografica dei titoli sottostanti.

Il processo di Asset Selection è stato tradizionalmente implementato con l'utilizzo di modelli quantitativi e tecniche statistiche ed econometriche. Tuttavia, negli anni, e in particolare a partire dalla crisi finanziaria del 2008, tali strumenti si sono rivelati poco affidabili, riscontrando non poche difficoltà e cessando di essere profittevoli. I motivi possono essere diversi. Molte volte, infatti, i dati finanziari utili si dimostrano intrinsecamente disturbati, cioè contenenti errori e outliers (valori anomali che si discostano particolarmente dagli elementi dell'insieme a cui appartengono); in più gli elementi analizzati non sempre sfuggono al problema della multicollinearità, la quale si presenta nel momento in cui alcune variabili del modello risultano fortemente correlate tra loro. Per questo può essere difficile o impossibile determinare separatamente la loro influenza o stimare in modo sufficientemente attendibile i loro singoli effetti; inoltre, con questi modelli, la relazione risultante tra input e output può soffrire di variabilità, non linearità e/o contestualità. In ragione di tali considerazioni che rendono difficile per un modello di regressione lineare la stima di un'eventuale relazione dinamica tra predittori potenziali e aspettative di ritorni, i professionisti hanno iniziato a guardare oltre gli approcci tradizionali. Una soluzione alternativa è stata riscontrata nell'utilizzo delle nuove discipline derivanti dall'evoluzione informatica.

Le nuove tecniche statistiche e di computer science, congiuntamente alla crescente disponibilità di dati e di forza computazionale, hanno consentito lo sviluppo moderni algoritmi di Machine Learning che, tra l'altro, hanno già riscontrato notevole successo al di fuori dell'ambito finanziario.

Il Machine Learning (o Apprendimento Automatico) costituisce il ramo dell'Intelligenza Artificiale che consente alle macchine di apprendere attraverso l'esperienza. Usando metodi matematico-computazionali, i computer trovano informazioni utili a partire da un'enorme mole di dati senza il supporto di specifici modelli matematici ed equazioni predeterminate. L'apprendimento, inoltre, è progressivo: l'algoritmo impara attraverso un procedimento di prove e tentativi, gradualmente migliorando e perfezionando la sua performance.

Il punto di forza sta nella capacità del computer di analizzare quantità di dati apparentemente inutili e ricavarne e mettere in luce schemi complessi e relazioni nascoste che sarebbero altrimenti quasi impossibili da individuare.

In questo modo, i modellisti hanno sviluppato diversi algoritmi che, in base al fine che si prefiggono, (previsione dei ritorni futuri, dei fondamentali aziendali, o quale sia la strategia ritenuta più idonea all'identificazione degli strumenti migliori) imparano a riconoscere quali sono i parametri più importanti e come incidono nell'attività di asset selection.

Si riporta a titolo di esempio il procedimento svolto dalla piattaforma di Euclideia, società di intermediazione mobiliare italiana nata nel 2017 nel settore WealthTech in collaborazione con Vanguard. Il suo algoritmo di selezione fondi restituisce come risultato una classifica di ETF e fondi attivi in cui investire ordinata dal migliore al peggiore. Il primo step nella costruzione del ranking consiste nell'identificare peer group omogenei, cioè gruppi di fondi con strategie di investimento omogenee, con lo scopo di poter valutare le caratteristiche di ciascun fondo nello stesso contesto in cui opera. Al fine di garantire l'effettiva omogeneità dei gruppi, condizione necessaria per l'efficacia dell'algoritmo, questi vengono costantemente "puliti" attraverso algoritmi di clustering che individuano le caratteristiche statistiche di ognuno e ne suggeriscono l'appartenenza ad uno specifico peer group. Ogni fondo ha più share classes in cui investire (differenti per commissioni, hedging policy, e valuta) ma entrano nella classifica con una sola di esse. L'algoritmo, quindi, implementa un albero decisionale che codifica la priorità delle caratteristiche che un comparto deve avere per essere giudicato idoneo alla strategia di investimento scelta.

Per ogni peer group vengono selezionati i fondi che vi appartengono e le corrispondenti serie storiche depurate. Sulla base di queste, sono, per ognuno, valutate diverse metriche e ad ognuna è attribuito un punteggio. La somma darà la valutazione finale del fondo. Le variabili analizzate sono:

- Rischio: in termini di volatilità (dispersione dei rendimenti intorno alla media), downside deviation (volatilità dei ritorni negativi), tracking error volatility (volatilità del differenziale di rendimento tra fondo e benchmark del gruppo di riferimento), drawdown (la perdita maggiore ottenuta rispetto al valore di picco registrato), e tail risk, o rischio di coda (quanto "spesse" sono le code della distribuzione dei ritorni);
- Costo: in termini di total expense ratio (TER) e di rapporto tra TER e tracking error volatility (TEV),
- Performance: in termini di rendimento e di indici di rendimento aggiustati per il rischio, quali l'indice di Sortino (rendimento rapportato al downside risk), l'indice di Sharpe (rendimento rapportato alla volatilità) e l'information ratio (differenziale di rendimento tra fondo e benchmark rapportato al TEV);
- Altre metriche relative agli AuM (sono preferiti fondi di media dimensione rispetto a quelli troppo grandi o troppo piccoli), al numero di inflow e outflow estremi (una frequenza elevata può danneggiare l'operatività) e, infine, alla *tenure* del gestore (in funzione della durata di carica del gestore).

- IA: metrica derivante dall'utilizzo dell'intelligenza artificiale che implementa un modello di rete neurale che cerca di prevedere i fondi che apparterranno al primo quartile della classifica e cerca di supplire a eventuali relazioni tra le varie metriche che sono state trascurate o a pesi a queste attribuiti e non calibrati ottimamente.

Molti dei siti web, infine, mettono a disposizione dell'utente una lista contenente tutti gli strumenti finanziari risultanti dal processo di Asset Selection, ognuno accompagnato da relativa descrizione e benefici che può apportare al portafoglio, rispondendo ad esigenze sia informative che di educazione finanziaria a vantaggio dell'investitore.

Una volta completata questa fase preparatoria, il passo successivo consiste nella costruzione vera e propria del portafoglio, cioè nel combinare le diverse asset class affinché il risultato finale consenta di soddisfare in maniera ottima le esigenze dell'investitore, conosciute attraverso la somministrazione di un apposito questionario identificativo.

3.2. Investor Profile Identification

La profilazione dell'investitore costituisce l'esatto momento in cui nasce il rapporto interattivo tra customer e provider. In questo step il consulente ha il compito di raccogliere le informazioni personali del potenziale investitore per disegnarne il profilo in modo più accurato possibile ed effettuare, come richiesto dall'art. 25 MIFID II, il cd. *suitability assessment*, ovvero il processo di valutazione dell'adeguatezza dei prodotti finanziari che gli saranno in seguito raccomandati.

La raccolta delle suddette informazioni è eseguita attraverso un questionario online, tool in linea con la mission del Business di agevolare l'accesso ai servizi di Wealth Management e che concorre alla realizzazione della value proposition velocizzando l'intera customer experience.

I Robo-Advisors somministrano all'utente un set di domande che comprende diverse aree di interesse quali, oltre alle classiche informazioni anagrafiche, la situazione finanziaria dell'user, le sue esperienze e conoscenze in materia di investimenti, gli obiettivi di investimento e l'orizzonte temporale di investimento e, infine, il livello di avversione al rischio. I quesiti sono posti in modo necessariamente chiaro così che siano comprensibili a chiunque e si evitino eventuali problemi di ambiguità o difficoltà nella risposta. L'impostazione del questionario, inoltre, può essere standardizzata o seguire una struttura ad albero. In questa seconda fattispecie, partendo da domande base, sono poi posti quesiti logicamente consequenziali alle specifiche risposte date, in

modo da velocizzare l'intero processo di *onboarding*. Ovviamente, nel caso in cui la piattaforma non riesca ad inquadrare precisamente il profilo di un cliente, saranno poste ulteriori domande tese a colmare eventuali gap.

Tali questionari vanno a sostituire le classiche interviste personali intrattenute tra gestore e investitore tipiche della consulenza tradizionale, eliminando (o almeno riducendo sostanzialmente) inefficienze di tempo e burocrazia. Il processo richiede non più di dieci minuti perché il rapporto consulenziale prenda vita e consente, inoltre, di fornire i dettagli del proprio conto bancario e caricare i documenti pertinenti prettamente online.

Lo strumento presentato, tuttavia, non manca di alcune debolezze.

È innegabile che tale impostazione risulti indiscutibilmente più comoda e veloce all'utente interessato, il quale sarà probabilmente meno propenso ad abbandonare la procedura di onboarding per noia. Tuttavia, uno schema così ridotto rischia di diventare estremamente limitativo in relazione alle esigenze informative, ovvero insufficiente ad apprendere tutte le informazioni essenziali alla corretta profilatura del cliente. Per fare un esempio, si consideri che non sono attenzionati elementi come altre potenziali fonti di ricchezza o abitudini di spesa particolarmente dettagliate o più precisi obiettivi di risparmio. Inoltre, un'autovalutazione effettuata dal cliente potrebbe risultare fuorviante a causa di comuni response bias rappresentati dalla tendenza a dare risposte non veritiere, come il caso di *overconfidence*, in cui si tende ad amplificare la percezione della propria propensione al rischio. Aggiungere nuove domande, comunque, non sembra essere una soluzione abbastanza efficace in quanto questionari più lunghi comporterebbero molto probabilmente perdita di attenzione o concentrazione da parte dell'utente che si dimostrava inizialmente interessato.

In questa situazione, l'ESMA è entrata in merito alla questione suggerendo, da un lato di sostituire i quesiti autovalutativi con quesiti che testino direttamente le competenze finanziarie del potenziale investitore e che siano costruiti e analizzabili sulla base della finanza comportamentale; dall'altro, ha proposto di inserire opportune spiegazioni per ogni domanda ed eventuali pop up nel momento in cui le risposte risultino incoerenti o inconsistenti.

In via definitiva, c'è da dire che, ad ogni modo, può essere considerato valido il cosiddetto principio di proporzionalità, per cui il grado di informazioni richieste deve essere adeguato alla tipologia di prodotto offerto. Se il servizio di Robo-Advisory è per definizione semplice e poco

rischioso, allora, in quanto tale, non deve necessitare di informazioni particolarmente profonde circa le attitudini del potenziale cliente.

3.3. Asset Allocation

La scelta di come allocare le risorse disponibili tra le diverse asset class selezionate rappresenta un punto cruciale per il servizio di Wealth Management. L'obiettivo è quello di individuare una combinazione ottima di titoli in cui investire che restituisca un risultato che riesca a soddisfare il cliente. Tale combinazione dipende dal livello di propensione al rischio e dagli obiettivi di rendimento dell'investitore, che, nel caso dei Robo-Advisors, risultano determinabili dal questionario MIFID che gli è stato somministrato. Rischio e rendimento, dunque, rappresentano i fattori fondamentali da analizzare e costituiscono due facce della stessa medaglia.

Nel processo di costruzione del portafoglio, gli algoritmi dei Robo-Advisors seguono la Modern Portfolio Theory (Markowitz, 1952). Sebbene il modello presenti una significatività teorica indiscutibile, l'applicazione pratica non manca di alcune debolezze. Una prima considerazione può essere fatta circa il set di ipotesi su cui si basa la teoria, considerato troppo semplificato e stringente. Inoltre, eventuali errori di stima dei parametri utilizzati potrebbero rendere i portafogli tutt'altro che efficienti. Infine, questi risultano formati da composizioni irragionevoli (sono concentrati in poche attività e/o attività poco rilevanti assumono un peso eccessivo) e sono spesso instabili, in quanto piccole variazioni nella misura delle variabili sono sufficienti a modificarne l'intera composizione.

Tali debolezze riguardano allo stesso modo la consulenza finanziaria tradizionale e quella automatizzata. Quasi tutti i Robo-Advisors, al fine di mitigare questi difetti, hanno provveduto ad integrare il modello classico con di altri metodi. M. Beketov et al., (2018) chiamano questo tipo di procedimento "*Multidimensional improvement of Modern Portfolio Theory*". In particolare, la stima degli expected return viene effettuata tenendo in considerazione ulteriori modelli affermati nella disciplina finanziaria, quali il Capital Asset Pricing Model (Sharpe, 1964), il Dividend Discount Model (Gordon, 1959), il Black-Litterman Model (Black e Litterman, 1990-1991). Le misure di rischio utilizzate, invece, oltre varianza e deviazione standard, sono i parametri del Value at Risk (VaR) e del Conditional Value at Risk, CVaR. Il primo indica la perdita massima potenzialmente realizzabile in seguito alla detenzione di una determinata attività finanziaria per un certo orizzonte temporale e all'interno di un dato intervallo di confidenza. Il secondo, anche

conosciuto come *expected shortfall* (o deficit atteso), quantifica la perdita attesa che si verificherà oltre il breakpoint del VaR.

Nel modello Black-Litterman l'aspetto maggiormente innovativo riguarda la formazione delle aspettative sul rendimento dei titoli. Infatti, l'*expected return* finale (*posterior information*) risulta da una media ponderata dei rendimenti attesi di equilibrio (*prior information*) determinabili secondo il CAPM e una serie di proposizioni soggettive e addizionali relative a $E(r)$, dette *view*, indipendenti tra loro e dai risultati del CAPM.

L'analisi di M. Beketov et al. mostra che la Modern Portfolio Theory, insieme ai modelli esposti che fungono da supporto, detiene la maggior parte del volume degli AuM dei Robo-Advisors. Meritano di essere considerate, però, altre teorie utilizzate, che si discostano da queste appena citate. In particolare, nello stesso studio sono menzionate la Full-Scale Optimization (Cremers et al. 2005; Adler and Kritzman 2007), che si basa su funzioni di utilità specifiche e personalizzabili in base alle caratteristiche del singolo cliente; la Risk-Parity (Roncalli 2013), la quale si fonda sulla risk allocation e sull'assunto che tutte le componenti di un portafoglio contribuiscono allo stesso modo al rischio complessivo per cui offre una diversificazione perfezionistica del rischio); la Scenario Optimization (Adler e Kritzman 2007; Calafiore 2013), infine, che identifica quei portafogli che continuerebbero ad avere una buona performance nel caso in cui si verificassero periodi di crisi).

Oltre a trovare un modo per combinare adeguatamente le diverse teorie finanziarie, i Robo-Advisors strutturano le loro piattaforme inserendo algoritmi di ottimizzazione e di analisi di sensibilità. Degli esempi sono la programmazione quadratica, il cui obiettivo è di ottimizzare funzioni quadratiche multivariabili; il metodo di Monte Carlo, analisi statistica che procede per simulazioni al fine di ridurre il grado di incertezza di un parametro stimato, attribuendogli un range di valori più limitato possibile per un dato livello di confidenza; analisi di stress testing, progettata per verificare come uno strumento finanziario potrebbe reagire ad una eventuale crisi economica; analisi di back testing, che grazie ad algoritmi non parametrici consente di testare un modello analitico predittivo applicandolo a dati storici.

Infine, per garantire un'opportuna diversificazione di portafoglio ed evitare una concentrazione eccessiva su pochi strumenti finanziari, alcuni providers scelgono di inserire dei vincoli quantitativi alle quote di ciascuna asset class in cui investire. Wealthfront, ad esempio, impone

che ogni categoria concorra a comporre il portafoglio per un minimo del 5% e un massimo del 35%.

3.4. Monitoring & Rebalancing

Completata la costruzione iniziale, la gestione della ricchezza si sposta sul monitoraggio della performance del portafoglio e sull'eventuale ribilanciamento di esso, al fine di garantire che l'Asset Allocation strategica (orientata, cioè, al medio-lungo periodo) continui ad essere rispettata e che il rischio complessivo non aumenti. Quest'ultimo, infatti, in assenza di interventi, varierebbe in modo proporzionale alle variazioni del prezzo degli strumenti finanziari.

È in questo step particolare che si identifica la maggiore sfida del Robo-Advisor. La piattaforma necessita, infatti, di algoritmi che riescano ad eseguire strategie di allocazione tattica e dinamica (orientate al breve e brevissimo termine) in modo sistematico e senza alcun intervento dell'uomo. L'unico modo di raggiungere tale obiettivo consiste nello sviluppare un modello di asset allocation necessariamente più solido e robusto di quelli utilizzati per la costruzione iniziale del portafoglio, effettuata da un punto di vista ex ante.

La supervisione e il riadattamento assumono un ruolo fondamentale affinché l'attività resti coerente con la pianificazione degli obiettivi iniziali e rappresentano uno dei punti di forza del Robo-Advisor. Automatizzando tali processi, infatti, è eliminata la componente soggettiva ed emotiva che risiede nelle scelte di un investitore, superando tipici bias comportamentali. Egli sarebbe tentato a comportarsi in modo irrazionale in situazioni particolarmente significative, compiendo mosse azzardate in momenti di generale entusiasmo o assumendo una posizione troppo conservativa in caso di panico e andamento negativo del mercato. Inoltre, a seguito di un eccessivo monitoraggio l'investitore potrebbe essere portato a movimentare troppo frequentemente la ricchezza investita, sopportando costi di transazione altrimenti evitabili. Si rischierebbe, inoltre, di perdere la concentrazione sulla reale performance del portafoglio da valutare nel lungo periodo, focalizzandosi sull'andamento potenzialmente fuorviante del breve periodo.

Il tipo di controllo effettuato dai Robo-Advisors può seguire due diverse strategie oppure una forma ibrida di queste. La prima corrisponde ad una time-based rebalancing ed è di solito utilizzata dai providers tradizionali: prevede un monitoraggio effettuato secondo una frequenza temporale predefinita (settimanale, mensile, trimestrale e così via) e un ribilanciamento nel caso

in cui si riscontrino scostamenti rilevanti. In questo caso, l'unica difficoltà risiederebbe nell'individuare una cadenza ottima per ogni controllo.

L'altra strategia consiste in una threshold-based rebalancing per cui il monitoraggio è continuo e il ribilanciamento è eseguito nel momento in cui si rileva un drift dei parametri che superi i limiti preimpostati. Più precisamente, le attività con un peso eccessivo vengono vendute e il ricavato utilizzato per acquistare titoli sottopesati. La criticità di questa alternativa riguarda la determinazione di opportuni valori soglia. Non sorprende, comunque, che sia la più diffusa tra i consulenti automatizzati: il monitoraggio continuo sembra, infatti, offrire maggiore sicurezza al cliente.

In entrambi i casi, comunque, il Robo-Advisor può intervenire effettuando automaticamente il riadattamento del portafoglio o, in alternativa, limitarsi ad inviare una notifica all'investitore, a cui spetta la decisione ultima.

La necessità di rivedere la posizione del portafoglio può presentarsi per diversi motivi. Il primo, come già anticipato, rispecchia i mutamenti nell'andamento del mercato: in relazione ad essi, una o più asset class possono risultare sovrapprezzate o sottoprezzate per cui bisogna ponderare nuovamente il loro peso all'interno del portafoglio. Altra fattispecie riguarda la variazione delle somme investite dall'utente: nel caso in cui, per esempio, sia richiesto un prelievo di liquidità, il denaro deriverebbe dalla vendita di attività sovrappesate; al contrario, nel caso di un deposito di liquidità o di maturazione dei dividendi, tali somme sarebbero utilizzate per investire negli asset sottopesati. Infine, l'eventuale scelta dell'investitore di cambiare le sue preferenze in termini di obiettivi, orizzonte temporale o rischio dell'investimento può comportare una modifica nell'allocazione strategica e, quindi, una variazione nella composizione del portafoglio.

L'attività di ribilanciamento comporta, inoltre, dei costi che, anche se molto bassi, meritano di considerazione. Da un lato, la vendita degli asset sovrapprezzati, infatti, produce una tassazione sui capital gain; dall'altro, ogni movimento di denaro richiede costi di transazione: da questo punto di vista, trovare la giusta strategia di rebalancing significherebbe trovare il giusto trade off tra il controllo del rischio e la minimizzazione dei costi sopportati.

I consulenti automatizzati pongono particolare attenzione al tema dell'ottimizzazione fiscale nelle fasi di allocazione e ribilanciamento. Il meccanismo di tax-loss harvesting (TLH), letteralmente raccolta delle perdite fiscali, si basa sulla possibilità di compensare i capital gain e le capital loss

nel momento di vendita di uno strumento finanziario al fine di minimizzare l'imposizione fiscale totale.

Più precisamente, contemporaneamente alla vendita di un titolo che ha prodotto utili, l'algoritmo cerca e vende un'altra attività tra quelle detenute che sia in perdita. In questo modo si realizza la compensazione finalizzata a ridurre l'imposta sugli utili di capitale e il titolo in perdita venduto, che teoricamente dovrebbe ancora far parte del portafoglio, viene sostituito con uno alternativo e altamente correlato. Tuttavia, i legislatori hanno approvato nuove misure che limitano la possibilità di effettuare arbitraggio fiscale. Negli Stati Uniti, ad esempio, la "wash-sale rule" è stata introdotta così che la perdita sia generalmente vietata ai fini dell'imposta sul reddito corrente se il titolo venduto venisse rimpiazzato da uno sostanzialmente identico entro i trenta giorni successivi.

Non bisogna, inoltre, dimenticare che, anche in questo caso, vi sono costi di transazione per i diversi movimenti di acquisto e vendita che riducono, ancora una volta, l'effetto di "risparmio" desiderato.

3.5. Reviewing & Reporting

L'intero rapporto contrattuale tra consulente e investitore è opportunamente documentato. La direttiva MIFID II, a tal proposito, si è espressa con precisi vincoli regolamentari circa l'attività di reporting, cioè la documentazione informativa che la società di consulenza deve fornire ai propri clienti. Ciò in relazione all'obiettivo che la regolamentazione stessa si è preposta, ovvero quello di rendere più sicuro e trasparente il sistema finanziario nel suo complesso.

In particolare, la MIFID II stabilisce che tutti i clienti devono ricevere adeguate informazioni relative ai propri investimenti con una frequenza temporale regolare e comunque annuale per tutto il periodo di investimento. La singola società sceglierà le scadenze che ritiene più opportune all'interno dell'anno. Le informazioni devono essere presentate in modo chiaro, corretto e non fuorviante. La disclosure informativa può seguire un'impostazione standardizzata e deve rendere nota la sintesi della situazione del portafoglio del cliente. È richiesto che il consulente metta l'utente a conoscenza del proprio profilo finanziario e della rischiosità del portafoglio raccomandato, nonché della struttura di quest'ultimo (tipologia di prodotto, asset class presenti) e dettagli circa ogni strumento che lo compone. Il cliente deve, inoltre, ottenere precise informazioni circa il prezzo totale del servizio di cui usufruisce, il modo in cui esso si distingue

nelle diverse voci di costo (costo del servizio, commissioni, tasse), e quale impatto ha sul rendimento finale.

Prima di effettuare qualsiasi transazione finanziaria, in aggiunta, la piattaforma deve inoltrare all'utente un *suitability report*, ossia una dichiarazione di adeguatezza che spieghi in modo dettagliato la consulenza prestata e specifichi come questa risulti coerente con le caratteristiche, le preferenze e gli obiettivi dell'investitore. Il cliente deve essere tempestivamente informato qualora risulti necessario effettuare un rebalancing e il relativo report deve contenere un confronto tra la situazione finanziaria precedente e quella successiva al ribilanciamento che verrà eseguito.

3.6. Prospettive di sviluppo

A dimostrazione del sempre maggiore interesse del mercato verso la nuova tendenza dei Robo-Advisors, Google Trends, analizzando la frequenza di ricerca sul web del termine negli ultimi cinque anni, ha ottenuto come risultato andamenti in continua crescita in quasi tutti i Paesi del mondo.

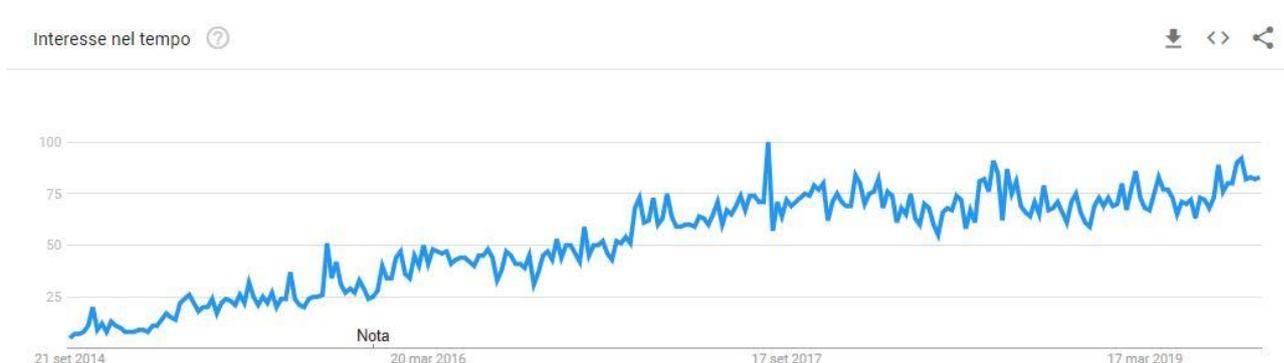


Figura 13 - Fonte: Google Trends (www.trends.google.it)



Figura 14 - Fonte: Google Trends (www.trends.google.it)

Il servizio di Robo-Advisory si trova nella fase di sviluppo del suo ciclo di vita, per cui sono ancora tanti gli elementi che ci si aspetta vengano introdotti e migliorati. È fortemente probabile che il servizio sarà caratterizzato nel futuro prossimo da un utilizzo sempre più marcato, con particolare riferimento al modello ibrido, data l'evidente diffidenza di parte della collettività ad affidarsi completamente ad un computer.

Perché acquisiscano un ruolo effettivamente decisivo sul mercato, è opportuno che i consulenti finanziari automatizzati riescano a conquistare l'attenzione di una quota di mercato sufficientemente grande ovvero, nel caso specifico, della clientela mass market e ampliare il più possibile il proprio client base. In questo modo, infatti, da un lato otterrebbero una miniera di dati relativi ai clienti di fondamentale importanza in quanto fornirebbero informazioni chiave da utilizzare per capire e prevedere le dinamiche evolutive dei bisogni del mercato; dall'altro lato, gestendo una maggiore quantità di Asset under Management, otterrebbero importanti guadagni da poter investire in attività di Ricerca & Sviluppo tese, ovviamente, a migliorare e potenziare la propria offerta.

In questo senso un ruolo di impatto è sicuramente rivestito dal brand dei providers. Il valore del marchio risulta molto utile se utilizzato come leva per colmare il gap di fiducia che ancora risiede tra i potenziali fruitori del servizio, per cui politiche di marketing aggressive possono essere un utile strumento per raggiungere l'obiettivo finale. Un esempio che deriva dall'esperienza personale di chi scrive è il caso di *eToro*, Robo-Advisor che si è fatto notare per l'insistente pubblicità offerta sul sito di YouTube.

Un brand affermato risulta estremamente vantaggioso, considerando che, ad oggi, sembra essenziale per tenere testa alla concorrenza e per raggiungere la fidelizzazione del cliente. I Robo-Advisors, quindi, dovranno riuscire a conquistare la fiducia dei clienti e, per farlo, sarà necessario trasmettere estrema sicurezza e accompagnare gli users durante tutto il percorso, dall'onboarding, al monitoraggio, al disinvestimento finale. Dovranno, inoltre, prestare particolare attenzione ai temi di sicurezza dei dati (cybersecurity) e di rischio di frode, sui quali già diverse autorità regolamentari si sono pronunciate, richiedendo l'utilizzo di strutture web idonee.

Attualmente, la maggior parte dei consulenti finanziari automatizzati si concentra sul core product di gestione passiva della ricchezza. Alcuni di essi ampliano la loro offerta con servizi di pianificazione pensionistica e immobiliare (come Wealthfront e Betterment), mentre la pianificazione tributaria si limita all'attività di tax-loss harvesting. La prospettiva di sviluppo si

incentra sicuramente sull'obiettivo di fornire un insieme di servizi relativi alla gestione quotidiana della ricchezza personale di un individuo da un punto di vista olistico e, cosa più importante, in modo assolutamente conveniente.

Si prevede facilmente che i provider continuino a lavorare sui propri algoritmi al fine di migliorare la customization del servizio e riuscire a proporre raccomandazioni indiscutibilmente soddisfacenti per i propri clienti. Si può pensare, in più, che il servizio potrà raggiungere un livello estremamente interattivo che consentirà di interagire con un computer in tempo reale come accade nel presente con assistenti vocali come Siri e Alexa). Con lo sviluppo delle tecnologie API, poi, sarà possibile integrare le funzioni applicative e, quindi, disporre di un'unica piattaforma (un unico sito web o un'unica app) da cui gestire contemporaneamente ad esempio conto corrente, portafoglio bitcoin e investimenti dei Robo-Advisors, il che rappresenterebbe un'ulteriore comodità che potrebbe potenzialmente aumentare la client base del servizio.

Si attende, inoltre, con il tempo e con la crescita dei diversi provider, che i servizi di retire planning, tax planning ed estate planning entrino a far parte dell'offerta di tutti i Robo-Advisors, e che la gamma sia ulteriormente ampliata con opportuni prodotti assicurativi. Potrebbero, per esempio, nascere delle partnership con imprese che desiderano offrire ai propri dipendenti la possibilità di usufruire dei vari servizi elencati in modo tale da migliorare la propria reputazione e attrattività mostrandosi interessata ai propri collaboratori.

Oltre a ciò, potrebbe rivelarsi opportuno soffermarsi sull'educazione finanziaria del cliente e proporre task interattive che li aiutino a fare scelte di investimento informate.

Infine, il servizio clienti potrebbe essere potenziato attraverso l'inserimento di Chatbox, ovvero degli strumenti dotati di intelligenza artificiale che riescono a rispondere in modo intuitivo a generiche domande dell'utente.

CONCLUSIONE

Il Robo-Advisory costituisce un'evoluzione del servizio di consulenza finanziaria, derivata dallo sviluppo del fenomeno Fintech e del Digital Wealth Management. Quando, infatti, dopo la crisi finanziaria globale del 2007, un'ondata di generale sfiducia verso i tradizionali istituti finanziari ha colpito gli investitori, nuovi players si sono inseriti nel mercato con la promessa di offrire un modo più semplice, conveniente e trasparente di prestare consulenza finanziaria.

Il servizio di consulenza finanziaria automatizzata rappresenta un vero e proprio trend disruptive, in quanto è riuscito a mettere in discussione la sostenibilità dei business model degli incumbent, i quali hanno dovuto (e continuano a farlo tutt'ora) provvedere ad adeguare la propria offerta alle nuove esigenze digitali del mercato.

Ad oggi, *Statista* stima un valore di attività di circa 980 milioni di dollari per il 2019 e prevede una crescita del 27% entro il 2023 accompagnata da una triplicazione degli users complessivi.

Sono diversi i fattori che spiegano la diffusione del Robo-Advisory.

Il servizio è pensato totalmente a migliorare la customer experience degli utenti-investitori. Sicuramente, un ruolo fondamentale è ricoperto dalla comodità di accesso tramite canale web o app, che elimina ogni vincolo di natura temporale e spaziale. Inoltre, l'assenza di investimenti minimi richiesti, il basso rischio della gestione passiva e i bassi costi totali di fruizione del servizio costituiscono ottime motivazioni d'acquisto per i clienti. In particolare, tali caratteristiche risultano particolarmente invitanti per il segmento mass market, che non dispone di una ricchezza di rilevante portata, e per i millennials, ottimi utilizzatori del web. Tuttavia, i target serviti non si esauriscono con queste due categorie, contando anche investitori con maggiori disponibilità patrimoniale e di età compresa tra i quaranta e cinquant'anni.

L'educazione finanziaria degli utenti e la loro propensione ad investire in maniera indipendente risultano fattori altrettanto rilevanti per lo sviluppo della consulenza automatizzata: non è un caso, infatti, che i tassi di utilizzo maggiori si riscontrino nei mercati anglosassoni, mentre l'Italia si posiziona più in fondo in classifica: il panorama caratterizzato da scarsa educazione finanziaria e relativa diffidenza verso la tecnologia e gli istituti finanziari costituisce, in modo poco sorprendente, un freno per il settore del risparmio gestito o, comunque, il motivo per cui il cliente italiano non si sente ancora pronto ad eliminare completamente l'interazione con un consulente umano. Si spiega, in questo modo, la maggiore diffusione del modello ibrido di Robo-Advisor, che integra la possibilità di avere un consulente umano pronto a chiarire eventuali dubbi e ridurre le incertezze del cliente.

Rispetto alla consulenza finanziaria tradizionale, in realtà, il Robo-Advisor dovrebbe infondere nell'investitore qualche sicurezza in più: la strategia di benchmarking implementata attraverso gli ETF, il monitoraggio continuo, il rebalancing automatico, l'eliminazione di eventuali bias comportamentali nelle scelte di investimento derivati da fattori emotivi, sono tutti elementi degli algoritmi pensati per ottimizzare il risultato finale dell'investimento e che, effettivamente, possono potenzialmente migliorare la prestazione consulenziale.

Dall'altro lato, però, si rilevano alcuni limiti in questa tipologia di offerta. Dapprima la limitata portata informativa richiesta per l'inizio del rapporto di consulenza e poi l'insieme ridotto di asset class in cui investire possono, infatti, rappresentare degli ostacoli che non consentono di reputare indiscutibile il successo delle piattaforme sviluppate. I costi di acquisizione di nuovi clienti, inoltre, sembrano, allo stadio attuale di sviluppo, ancora troppo elevati in relazione alla sostenibilità del business.

Non bisogna dimenticare, comunque, che il servizio di Robo-Advisory si trova ancora nella fase di sviluppo del suo ciclo di vita, per cui sono tante le modifiche e le innovazioni che possono essere pensate in relazione all'idea imprenditoriale. Si può prevedere, in aggiunta, l'integrazione nel modello di ulteriori servizi, come una più accurata pianificazione tributaria e interessanti prodotti assicurativi e previdenziali. Probabilmente, lo sviluppo di nuove tecnologie, la conclusione di nuove partnership e il rafforzamento di adeguate politiche di marketing forniranno la spinta necessaria e sufficiente a rendere i Robo-Advisors una presenza ineliminabile nella vita quotidiana di ogni investitore.

BIBLIOGRAFIA

- Ambrosio P., Tirloni G., Bezza Y., Giammario F. (2016). Nuovi modelli distributivi nel settore bancario: L'impatto della polarizzazione della clientela sui modelli di servizio delle banche italiane. KPMG Advisory.
- Backend Benchmarking (2019). The Robo Ranking™ - Bringing Transparency to Robo Investing.
- Beketov, M., Lehmann, K., & Wittke, M. (2018). Robo Advisors: quantitative methods inside the robots. *Journal of Asset Management*, 19(6), 363-370
- Better Finance (2017). Robo-investing: Cyborgs vs Robots: Competing to attract European citizens' money. Research Report.
- Bjerknes L., Vukovic A. (2017) Automated Advice: A Portfolio Management Perspective on RoboAdvisors. Norwegian University of Science and Technology.
- Bourgeron, T., Lezmi, E., & Roncalli, T. (2018). Robust Asset Allocation for Robo-Advisors. Available at SSRN 3261635.
- Carrara M., Panebianco M., Nemmo E. (2015) Robo Advisory vs Human Advisory. ProfessioneFinanza, Indagine PricewaterhouseCoopers
- Cocca, T. (2016). Potential and limitations of virtual advice in wealth management. *Journal of Financial Transformation*, 44(1).
- Colombari E., Tedeschi R. (2019). Asset management, le nuove frontiere dell'automation. Prometeia
- CONSOB (2019). Comunicazione n. DIN/9076005 del 18-8-2009
- Deloitte (2016). Robo Advisory: Industrializzazione e sofisticazione del processo di consulenza finanziaria, Il Punto di Vista di Deloitte, lavoro presentato al Convegno Nazionale SIAT, Milano, 26 Novembre 2016
- Deutsche Bank (2017). Robo-advice – a true innovation in asset management, Deutsche Bank Research.
- Deutsche Bank (2019). German Robo Advisors - Rapid growth, robust performance, high cost. Deutsche Bank Research.
- Di Mascio A. (2018). Wealth Management e Fintech: Le nuove sfide tra Private Banker e Robo Advisor. Egea.
- European Supervisory Authorities (2018). Joint Committee Report on the results of the monitoring exercise on 'automation in financial advice'.
- Faloon, M., & Scherer, B. (2017). Individualization of robo-advice. *The Journal of Wealth Management*, 20(1), 30-36.
- Ferrari R. (2016). L'era del Fintech: La rivoluzione digitale nei servizi finanziari. Franco Angeli.
- Fisch J.E., Labouré M., and Turner J.A. (2018) The Emergence of the Robo-advisor Wharton Pension Research Council Working Papers. 10.

Gruppo di lavoro CONSOB, Scuola Superiore Sant'Anna di Pisa, Università Bocconi, Università di Pavia, Università di Roma 'Tor Vergata', Università di Verona (2019). La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari, Quaderni FinTech n.3, gennaio 2019, CONSOB

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

KPMG International Cooperative (2019). Gli investimenti globali nel settore fintech nel 2018.

Maude D. (2006). Private Banking and Wealth Management. John Wiley & Sons

Panebianco M., Folcia M., James F. (2016) Robo advisor: l'evoluzione del modello di consulenza finanziaria, PricewaterhouseCoopers

Panebianco M., Folcia M., Laurenti A., Bartocetti R. (2016). Robo Advisory moves forward in Italy. PricewaterhouseCoopers.

Panebianco M., Gerardelli A. (2018). Digital Wealth Management: La frontiera per investimenti finanziari consapevoli. PricewaterhouseCoopers.

Phoon, K., & Koh, F. (2017). Robo-advisors and wealth management. The Journal of Alternative Investments, 20(3), 79-94.

Pia P., (2017). La Consulenza Finanziaria Automatizzata. FrancoAngeli.

Pollari I., Ruddenklau A. (2019). Pulse of FinTech 2018: Global Analysis of Investment in FinTech. KPMG International Cooperative.

PricewaterhouseCoopers (2016). Fintech: Redefining banking for customers: Decade edition of CII BANKing TECH Summit 2016.

PricewaterhouseCoopers, Netconsulting (2018) Le aziende del Fintech in Italia 2017.

Rasekhschaffe, K. C., & Jones, R. C. (2019). Machine Learning for Stock Selection. Financial Analysts Journal, 1.

Ringe W., Ruof C. (2018). A Regulatory Sandbox for Robo Advice. EBI Working Paper Series, no. 26

S. Agnelli (2016) Robo-Advisory: Sfida od Opportunità?. Newsmagazine Advisor. Accenture.

Salo M., Haapio H. (2017). Robo-Advisors and Investors: Enhancing Human-Robot Interaction through Information Design. University of Vaasa.

Schena C., Tanda A., Arlotta C., Potenza G. (2018). Lo sviluppo del FinTech - Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale. Quaderni FinTech N. 1. CONSOB

Sironi P. (2016) Fintech Innovation: From Robo-Advisors to Goal Based Investing and Gamification, John Wiley & Sons

The Boston Consulting Group & Lufax (2018). Global Digital Wealth Management Report 2018: Building Trust and Reshaping the Value Chain with Technology.

SITOGRAFIA

Carlini V. (2019). Il robot-gestore dei risparmi costa poco ma in Italia lo usano in pochi. Il Sole 24 ORE (www.ilsole24ore.com/art/il-robot-gestore-risparmi-costa-poco-ma-italia-usano-pochi-ABeCRroB)

CB insights (2017). The CB Insights Fintech 250 (www.cbinsight.com)

[Frankenfield J.](#) (2019). What Is a Robo Advisor and How Do They Work?. Investopedia. (www.investopedia.com/terms/r/roboadvisor-roboadvisor.asp)

Linciano N. (2017), La consulenza automatizzata: Prospettive di sviluppo e profili di attenzione per la tutela degli investitori retail. (www.finriskalert.it/wpcontent/uploads/Linciano_26_09_2017.pdf)

Robustella C. (2019). La tutela rafforzata dell'investitore nella MIFID II. juscivile. (www.juscivile.it/contributi/2019/03_Robustella.pdf)

Scarale T. (2019), Robo-advisor cinesi, troppo redditizi per ignorarli. (www.we-wealth.com/it/news/fintech/digital-transformation/robo-advisor-cinesi/)

Standard & Poor's (2018). SPIVA Around The World. S&P Dow Jones Indices Report. (www.spdji.com/spiva)

Wall Street Italia (2019). Il wealth management è la naturale evoluzione del private banking. (www.wallstreetitalia.com/il-wealth-administration-e-la-naturale-evoluzione-del-private/)

www.app.milanofinanza.it/news/roboadvisor-la-via-italiana-al-digitale-201906282150256845

www.bankpedia.org

www.blog.startupitalia.eu/82321-20161128-robo-advisor-fintech

www.borsaitaliana.it

www.businessmodelcanvas.com

www.ellevest.com/

www.euclidea.com

www.fidaonline.com/product-services-it/robo-advisory

www.investopedia.com

www.moneyfarm.com/uk/about-us/

www.next-finance.net/Chinese-robo-advice-market-too

www.roboadvisors.com/it/reviews/scalable

www.robo-advisors.eu/

www.statista.com

www.sustainfolio.com/

www.trends.google.it

Yang B., (2019). L'ora del robo advisor: così l'intelligenza artificiale cambia la consulenza finanziaria. (www.spindex.it/it/blog/lora-del-robo-advisor-cosi-lintelligenza-artificiale-cambia-la-consulenza-finanziaria/)