

Dipartimento
di economia e finanza

Cattedra Specifica
DIRITTO DEI MERCATI E DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

Fintech e robo advisor:
l'offerta di consulenza
automatizzata

Prof.ssa Mirella Pellegrini

RELATORE

Prof.ssa Paola Lucantoni

CORRELATORE

694201

CANDIDATO

Indice

Introduzione

Primo capitolo – Il *FinTech*

- 1.1. *FinTech*: definizione e ambiti applicativi
- 1.2. Il futuro in mano ai robot
- 1.3. La nascita dei *robo advisor*
- 1.4. *Roboadvisor*: la nuova frontiera della consulenza?

Secondo capitolo – L’offerta di consulenza automatizzata in Italia

- 2.1. La consulenza finanziaria automatizzata
- 2.2. L’approccio dell’ESMA ai *robo advice* nel *Final Report* e l’ambito di applicazione delle Linee Guida
- 2.3. Definizione di *advice* e tassonomia dei *robo advisor*
- 2.4. Peculiarità del servizio offerto

Terzo capitolo – Il *robo advisor* e le sue applicazioni. *Case studies*

- 3.1. Il *robo advisor* al servizio della consulenza
- 3.2. Applicazioni del *robo advisor*
- 3.3. Il *robo advisor* in Italia
- 3.4. Alcuni *case studies*

Conclusione

Bibliografia e riferimenti sitografici

Introduzione

Con il presente elaborato, intitolato e suddiviso in tre capitoli, si intende spiegare l'importanza che attualmente riveste la consulenza automatizzata nell'ambito finanziario.

A tal proposito, nel primo capitolo si fa una breve introduzione sul FinTech, un fenomeno quest'ultimo che negli ultimi tempi è esploso nel contesto finanziario, "annunciando" una serie di miglioramenti della vita finanziaria tanto dei cittadini/consumatori (soprattutto relativamente alle nuove generazioni, i cc.dd. *Millenials* e *Post Millenials*) quanto delle imprese.

Il *FinTech* copre un ampio range di servizi e prodotti (P2P, crowdfunding platforms, robo advice, lending platforms, value virtuali, pagamenti cashless, e tanto altro ancora) e un'ampia gamma di sviluppo di prodotti sostenuti dalle nuove tecnologie (ad esempio, la tecnologia del registro distribuito, i mega dati, l'uso del cloud computing e così via). Pertanto, comprende ogni innovazione tecnologica nell'ambito del settore finanziario, incluse tutte le novità inerenti all'educazione finanziaria e all'ottimizzazione del retail banking e degli investimenti.

Per tale motivo, il termine FinTech è divenuto sinonimo di settore di servizi finanziari emergenti, passibile di maggiore espansione in futuro, soprattutto sulla scia delle evoluzioni sui versanti innovativi quali cognitive computing, machine learning e intelligenza artificiale.

Relativamente agli interventi a livello internazionale, la prima ad intervenire in questo campo è stata la IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) la quale ha indagato in un primo momento sul tema della consulenza finanziaria prestata mediante strumenti automatizzati, pubblicando, in un secondo momento nel mese di febbraio 2017, una ricerca di più ampia portata estesa a tutto il fenomeno FinTech.

A livello europeo l'interesse verso questo fenomeno è andato ad aumentare nel tempo, contrassegnato inizialmente da un approccio di tipo esplorativo, volto a capire le peculiarità di un fenomeno nuovo, per diventare successivamente maggiormente selettivo sulle tematiche da tenere sotto controllo.

La prima fase indicata si è contrassegnata per il lavoro congiunto delle tre autorità europee (ESAS: ESMA, EBA, EIOPA) mediante il Comitato Congiunto, in virtù del carattere intersettoriale di alcuni fenomeni specifici e della volontà di indagarne peculiarità e dinamiche operative in una dimensione *cross border* e *cross sector*, in funzione di una risposta unitaria e puntuale.

È proprio questa la fase caratterizzata dagli interventi settoriali, dove la massima attenzione viene focalizzata su singole articolazioni FinTech, annoverando il *discussion paper Joint Committee on automation financial advice* (2015) e la pubblicazione del successivo report a dicembre 2016, nonché del *discussion paper Joint Committee on Big Data by Financial Institution*.

Con il termine *roboadvisors* o *automated financial advisors* vengono indicate tutte quelle società che presentano un servizio di consulenza finanziaria on-line, diretto a fornire soluzioni di investimento totalmente, e in maggior misura, automatizzate (fig. 2).

Sulla scorta degli algoritmi di *asset allocation* e di *risk management* predeterminati e sulla base delle caratteristiche del cliente e della sua predisposizione al rischio, i *roboadvisors* consigliano la realizzazione di portafogli ottimizzati, a fronte di una remunerazione trasparente e di importo contenuto.

Il secondo capitolo tratta della consulenza automatizzata. Innanzitutto, occorre dire previamente che la consulenza finanziaria è un'attività diretta a guidare e supportare le persone nell'ambito del processo decisionale inerente alle loro scelte d'investimento. Per mezzo di tale rapporto di consulenza finanziaria il cliente si rivolge ad un soggetto che ritiene meglio informato al fine di ricevere consigli riguardanti il suo patrimonio. Lo scopo precipuo della consulenza finanziaria è quello di consigliare proposte di investimento che vadano a comporre un portafoglio organico, coerente con le preferenze del cliente, efficiente e in grado di conformarsi alle sue mutevoli necessità.

Dal punto di vista dell'intermediario, la consulenza finanziaria espleta sicuramente un condizionamento assai rilevante sulle scelte d'investimento del cliente infatti, pur non trasformandosi direttamente in investimento del risparmio, la consulenza finanziaria è diretta a formare una relazione che in genere è destinata a durare nel tempo e che, solitamente, risulta strumentale rispetto ad altri servizi di investimento.

Proprio il riconoscimento di tale forte legame che va ad instaurarsi fra investitore e consulente, nonché la prosperante dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni formulate dai consulenti finanziari, porta il legislatore europeo a disciplinare i cc.dd. servizi a valore aggiunto, quali la consulenza e la gestione di portafoglio.

Ai fini che a noi interessa, occorre sin da subito dire che il modello operativo di erogazione della consulenza finanziaria sta subendo una trasformazione ulteriore, dettata principalmente dall'innovazione tecnologica.

Attraverso soluzioni, quali quelle rappresentate dai *robo-advisors*, la tecnologia diventa parte integrante di un servizio che ha la potenzialità di soddisfare meglio e a costi più bassi tutti i clienti, indipendentemente dalla dimensione del patrimonio finanziario. In questo capitolo ripercorriamo le caratteristiche della consulenza finanziaria, evidenziando gli interventi regolamentari che hanno esercitato e che eserciteranno i maggiori impatti sul servizio. Introduciamo la figura del *robo-advisors*, termine evocativo ma poco gradito agli esponenti coinvolti, che si sviluppa negli USA come una delle tante soluzioni FinTech in contrapposizione alla consulenza erogata dagli intermediari tradizionali.

La consulenza finanziaria viene identificata con il termine “consulenza in materia di investimenti” e definita dalla Direttiva MiFID I (Market in Financial Instruments Directive) come la «*prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari*».

Gli elementi distintivi della sopraindicata definizione di consulenza sono quindi:

-la personalizzazione della raccomandazione che si identifica nel momento in cui la proposta sia diretta ad un destinatario ben preciso e sia presentata come idonea per il cliente ossia, fondata sulla considerazione delle sue peculiarità;

-l’oggetto della raccomandazione, che deve concernere una o più operazioni inerenti a strumenti finanziari determinati. Il fatto di limitare l’oggetto ad un definito strumento finanziario qualifica la consulenza in materia di investimenti come sottospecie della consulenza generica;

-la responsabilità dell’iniziativa, che si configura come consulenza in materia di investimenti sia quella avviata dall’offerente del servizio, sia quella fornita in risposta a precise richieste del cliente (c.d. “consulenza negativa”).

Dal punto di vista normativo, la consulenza finanziaria automatizzata vanta un percorso alquanto articolato quanto a numerosi interventi, sebbene non sempre molto incisivi nei contenuti. Interventi tutti volti a studiare e capire il fenomeno dei *robo-advisor* degli *automated tools* nella prestazione dei servizi finanziari e, in particolar modo, del servizio di consulenza.

In Italia, per rilevare e catalogare i providers di consulenza automatizzata si è fatto riferimento alle definizioni di *advice* e di automazione impiegate dal *Joint Committee* delle Autorità europee EBA, ESMA ed EIOPA (ESAs) nei documenti pubblicati in materia di *robo advice*. In quei documenti le ESAs fanno riferimento all’*advice ‘used in its common meaning of the word, as an opinion or recommendation as to the appropriate choice of action’*. Tale definizione si allontana da quella più ristretta (e potenzialmente passibile di dar vita a spazi di arbitraggio regolamentare) individuabile nella disciplina MiFID I e MiFID II, che è incardinata sulla

nozione di personalizzazione del consiglio, nel senso che la raccomandazione deve fare riferimento a specifici prodotti finanziari e deve basarsi sulla valutazione delle peculiarità di uno specifico cliente.

Il *robo advice* si distingue dalla consulenza tradizionale anche per il conforto che il servizio fornisce, ossia la possibilità per gli investitori con competenze digitali di operare online con sveltezza e senza alcun vincolo di orario o logistico. L'esperienza di navigazione offerta dagli operatori *robo* non richiede particolari competenze digitali se non la consuetudine ad usare la rete Internet. Da questo punto di vista, i fattori critici di successo insistono sulla funzionalità e sulle peculiarità della piattaforma degli operatori (più che sulle caratteristiche intrinseche del servizio offerto), ossia sulla usabilità *strictu sensu* dei siti web dei *robo advisors*.

Infine, il terzo e ultimo capitolo tratta delle applicazioni del *robo advisor* e di diversi casi studio caratterizzati proprio dall'utilizzo di tale nuova forma di consulenza finanziaria.

In Italia i correntisti online si servono ancora del servizio in filiale, sebbene continui ad aumentare la quota di coloro che prediligono gestire tutto a "distanza". Le prime tre motivazioni che spingono una persona ad aprire un conto on-line sono le condizioni maggiormente agevolate, l'indubbia comodità e la disponibilità di buoni regalo e di sconti su acquisti presso partner terzi (specialmente nell'ambito dell'e-commerce).

A tale riguardo si prendono in considerazione numerosi esempi in tal senso quali il *robo advisor* di CheBanca!, Widiba, Vanguard, Moneyfarm e Blackrock. Tutti esempi di applicazione di robo advisor che hanno riscosso (chi per un motivo chi per un altro) molto successo, in special modo nell'universo dei più giovani.

Primo capitolo

Il *FinTech*

1.1. *FinTech*: definizione e ambiti applicativi

Il ritmo sempre più pressante della digitalizzazione dei servizi finanziari nonché dell'implementazione di nuove ulteriori tecnologie ha indotto i regolatori ad intervenire sul tema, accendendo i riflettori sul fenomeno dell'utilizzo delle applicazioni digitali in ambito finanziario, con il precipuo fine di appurarne benefici e potenziali rischi per i consumatori.

Infatti, l'avvento di una società dalle fattezze sempre più digitali e di un'economia fondata sulla crescente importanza della tecnologia che è andata ad implicare anche il settore finanziario, ha originato un fenomeno rivoluzionario, noto come *FinTech*. È questo un fenomeno che negli ultimi tempi è esploso nel contesto finanziario, "annunciando" una serie di promesse di miglioramenti della vita finanziaria sia dei cittadini/consumatori (soprattutto per quanto riguarda le nuove generazioni, i cc.dd. *Millenials* e *Post Millenials*¹) sia delle imprese.

Il termine *FinTech* nasce dall'accostamento dei due termini finanza e tecnologia e comprende molteplici attività che da molto tempo sono all'origine del cambiamento della vita di numerose persone. Questo termine viene solitamente indicato al fine di identificare un ecosistema dalle fattezze sempre più articolate in svariate applicazioni tecnologiche impiegate nel contesto finanziario.

In difetto di una definizione univoca, ogni Autorità o Istituzione che si sia interessata dello studio di tale fenomeno, ha impiegato un'accezione vasta che allude in principal modo alle imprese che impiegano sistemi tecnologici sia allo scopo di fornire direttamente servizi finanziari sia al fine di rendere il sistema finanziario maggiormente sicuro ed efficiente.

¹ Le nuove generazioni raffigurano il bacino dei destinatari preferiti della rivoluzione digitale, in virtù delle spiccate capacità tecnologiche e della maggiore disponibilità ad usufruire di servizi forniti mediante digital channels.

L'ESMA l'ha ritenuto una sottocategoria del più vasto processo di innovazione finanziaria, ove la prima è stata definita come «*the act of creating and distributing new financial instruments, processes, business models and markets, including the new application of existing ideas in a different market context*», la seconda come «*a type of financial innovation that relies on Information Technology to function, e.g. internet, cloud etc. and that can result in new business models, applications, processes, products, or services with an associated effect on financial markets and institutions and the provisions of financial services*»².

La figura che segue (Fig. 1) sintetizza, con un grafico esplicativo, gli ambiti di applicazione del FinTech e le sue componenti.

Il *FinTech* raggruppa tre macroaree:

1. *Investing*;
2. *Transactional*;
3. *Financing*.

FINTECH

² Armstrong P. (Senior Risk Analysis Officer, Innovation and Products Team, ESMA), *Financial Technology: The Regulatory*, 27 September 2016, in www.esma.eu

Analoga anche la definizione offerta dal Financial Stability Board (cfr. *Financial Stability Implications from FinTech. Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention* del 27 giugno 2017, in www.fsb.org e ripresa, infine, nel documento in consultazione del Comitato di Basilea (cfr. *Sound Practices: Implications of FinTech developments for bank and supervisors*, August 2017, in www.bis.org

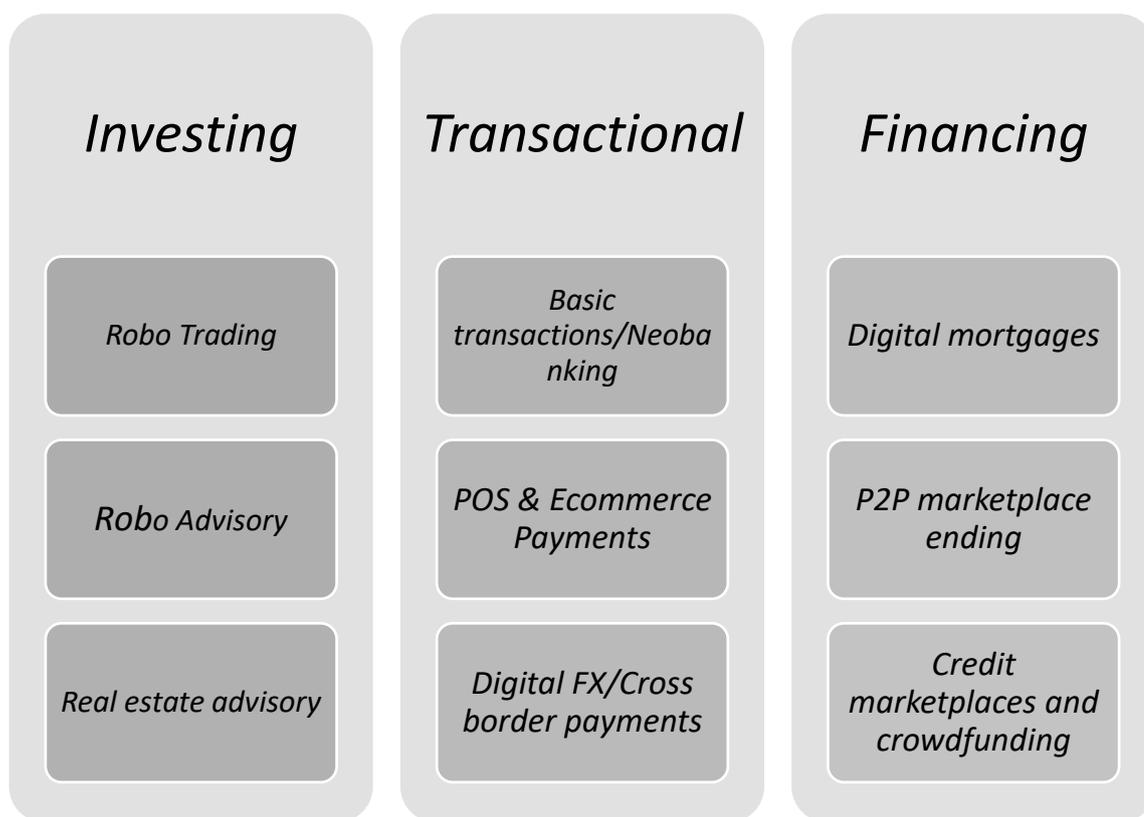


Figura 1 - Il Fintech e le sue macroaree di servizi

Fonte: E. Malverti, D. Bulgarelli, G. Villa, FinTech. La finanza digitale. Strategie di investimento con i roboadvisor, Hoepli, Milano, 2018.

Andando indietro nel tempo, scopriamo che il *FinTech* nasce con l'area *Transactional* molto prima dell'era di Internet: infatti, basta pensare alla nascita delle carte di credito, ai prelievi tramite Bancomat e alla digitalizzazione dei mezzi di pagamento.

A seguire, grazie all'avvento di Internet, la crescita è andata avanzando sempre più e sono andati evolvendosi i mezzi di pagamenti, quali la PayPal, l'utilizzo dei bonifici online e, in tempi recentissimi, i pagamenti P2P via mobile.

Altresì, tecnologie come la *Blockchain* (già al momento esistenti ma non ancora alla portata di tutti) andranno ad innovare le modalità di fare acquisti senza possedere denaro cartaceo.

Dal lato *Financing* e *Investing*, le prime innovazioni *FinTech* hanno inizio invece con l'era Internet nei primi anni 2000: la tecnologia ha cominciato a essere utilizzata in maggior misura nei servizi bancari a utilizzo diretto del cliente.

Tra le prime grandi novità non possono non essere menzionate, nell'universo *Investing*, i conti di deposito: conti correnti online senza filiali, con assistenza solamente online e telefonica, con una remunerazione maggiore rispetto a quella offerta dalle banche cc.dd. classiche, che hanno fatto da precursori alle prime banche senza sportelli; per quanto concerne, invece, il *Financing* sono stati realizzati i primi comparatori di mutui

(che rendono più semplice ai consumatori il raffronto tra i vari servizi offerti dalle banche in maniera tale da poter scegliere quelli per loro più confacenti) e la possibilità di accedere online alla sottoscrizione di offerte di finanziamento, così come nell'ambito assicurativo sono nate le prime compagnie online.

La prima trasformazione dei servizi è stata resa possibile grazie all'inserimento dell'*home banking*. Il primo *home banking* nasce nel 1995 a opera del gruppo Cariplo, con un *client* che deve essere installato sul proprio PC, mentre i primi servizi mediante browser si fanno risalire al 1999.

Da quel momento sono passati circa 20 anni e si potrebbe pensare che l'*Internet banking* si sia finalmente rafforzato come preminente mezzo per poter accedere ai servizi bancari. Tuttavia, bisogna capire se realmente è così³.

In ogni caso è innegabile come il *FinTech* vada a coprire un vasto range di servizi e prodotti (P2P, *crowdfunding platforms*, *robo advice*, *lending platforms*, *value virtuali*, pagamenti *cashless*, e tanto altro ancora) e un'ampia gamma di sviluppo di prodotti sostenuti dalle nuove tecnologie (ad esempio, la tecnologia del registro distribuito, i mega dati, l'uso del *cloud computing* e così via). Pertanto, comprende ogni innovazione tecnologica nell'ambito del settore finanziario, incluse tutte le novità inerenti all'educazione finanziaria e all'ottimizzazione del retail banking e degli investimenti.

Per questa ragione, *FinTech* è divenuto sinonimo di settore di servizi finanziari emergenti, passibile di maggiore espansione in futuro, soprattutto sulla scia delle evoluzioni sui versanti innovativi quali *cognitive computing*, *machine learning* e intelligenza artificiale⁴.

Il report *e-banking 2018*⁵ mostra che durante l'anno 2017 l'utilizzo dei servizi bancari a distanza ha riguardato il 52% della popolazione nell'Area euro, in crescita rispetto all'anno precedente in cui la diffusione si era fermata al 49%, mentre l'Italia risulta ancora agli ultimi posti della classifica dei paesi in termini di diffusione dell'*internet banking*.

La classificazione in base al sesso fornisce un quadro in cui nella maggior parte dei casi sono gli uomini ad utilizzare maggiormente l'*e-banking*: 54% contro il 50% delle donne nella media dell'Area euro.

Francia e Italia, invece, si trovano in una condizione diametralmente opposta. Uomini e donne francesi, infatti, utilizzano al medesimo modo l'*internet banking*, mentre in Italia si osserva un maggior gap tra i due sessi.

³ Malverti E., Bulgarelli D., Villa G., *FinTech. La finanza digitale. Strategie di investimento con i roboadvisor*, Hoepli, Milano, 2018.

⁴ Paracampo M. T., *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Giappichelli, Torino, 2017.

⁵ Rapporto sull'*e-banking*. *Internet banking in Europa: il passo lento dell'Italia*, in/www.bemresearch.it

Nella popolazione femminile italiana l'utilizzo dell'*e-banking* si ferma ad appena il 26%, contro il 36% degli uomini.

Relativamente alla diffusione dell'*e-banking* in Europa, il report ci mostra come nel 2017 l'*Internet banking* sia stato usato dal 52% della popolazione nell'Area euro, in crescita rispetto all'anno passato dove la diffusione si era attestata al 49%.

Tra i paesi che utilizzano maggiormente l'*home banking* troviamo Danimarca (90%), Olanda (89%), Finlandia (87%) e Svezia (86%). Invece, a chiudere la classifica individuiamo Bulgaria (5%) e Romania (7%), seguite da Grecia (25%) e Cipro (28%).

Il nostro Paese resta tra i paesi che presentano una minore diffusione dell'*e-banking*: appena il 31% delle persone usa i servizi bancari via web (erano il 29% nel 2016). Tra gli altri grandi paesi dell'eurozona si trovano Spagna (46%), Germania (56%) e Francia (62%) che si attestano su una posizione migliore rispetto a quella italiana.

Suddividendo il livello di diffusione in base al livello di istruzione posseduto, si osserva che nell'Area euro i soggetti con basso titolo di studio usano l'*e-banking* solo nel 25% dei casi.

Per tali categorie di persone, l'uso dell'*e-banking* si ferma solamente al 12% in Italia (11% nel 2016), mentre nei paesi dove è poco sviluppato l'interesse per il digitale, come Romania e Bulgaria, si trovano incidenze nulle e di appena il 3% per Cipro e 4% per la Grecia. Francia e Germania si attestano, rispettivamente, al 37 e al 29% (grafico 1).

Grafico 1
 UE28: individui con livello basso di istruzione che hanno utilizzato
 l'*Internet banking*

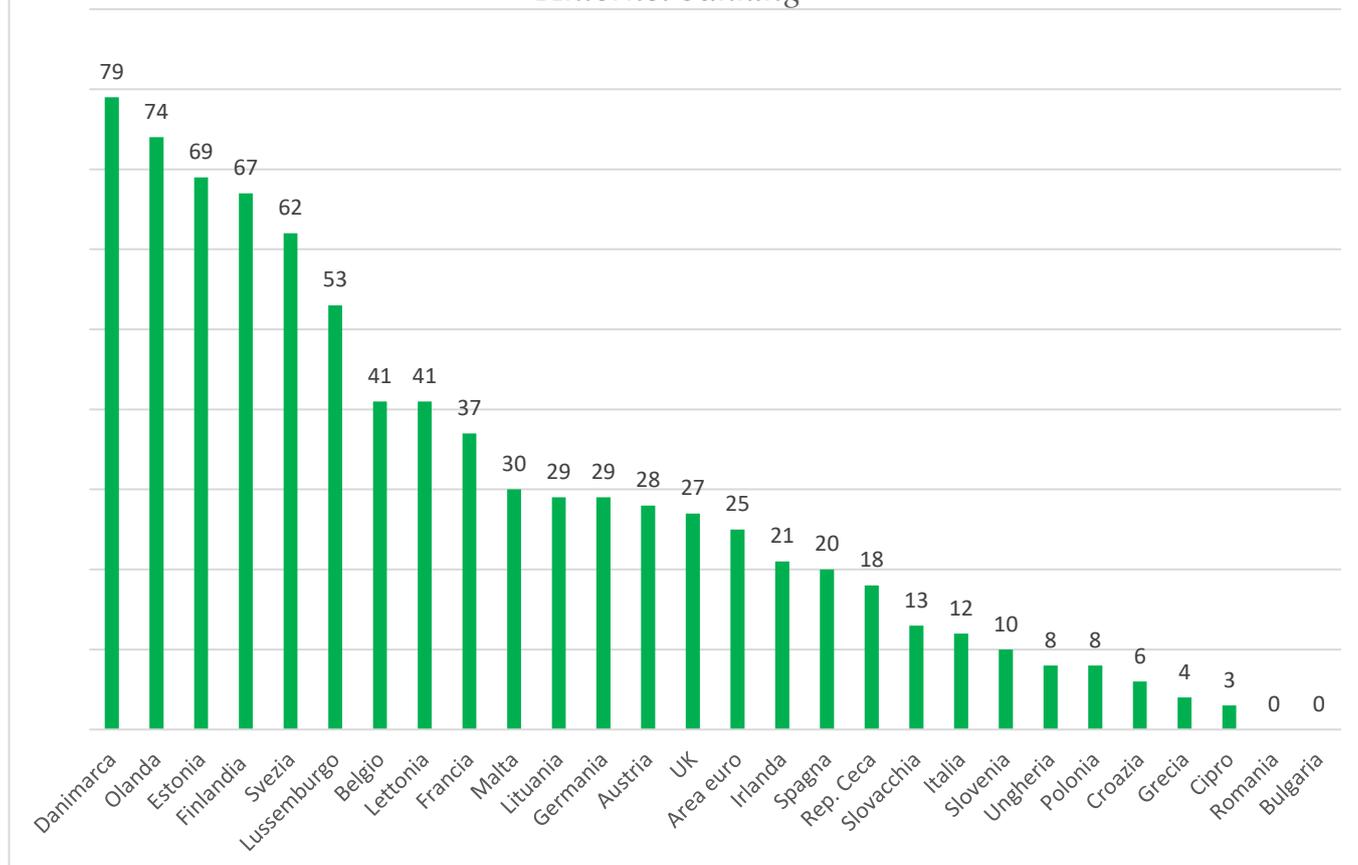


Figura 2 - Fonte: <https://www.bemresearch.it/wp-content/uploads/2018/03/report-e-banking-2018-BEM-Research.pdf>

Nell'eurozona la diffusione dell'*e-banking* arriva al 56% della popolazione quando si tiene conto solamente dei soggetti che possiedono un livello medio di istruzione.

Per tale categoria l'*internet banking* è pari al 40% in Italia (38% nel 2016), mentre si attesta al 53% in Spagna, al 57% in Germania e 64% in Francia (grafico 2).

Grafico 2
UE28: individui con livello medio di istruzione che hanno utilizzato
l'Internet banking

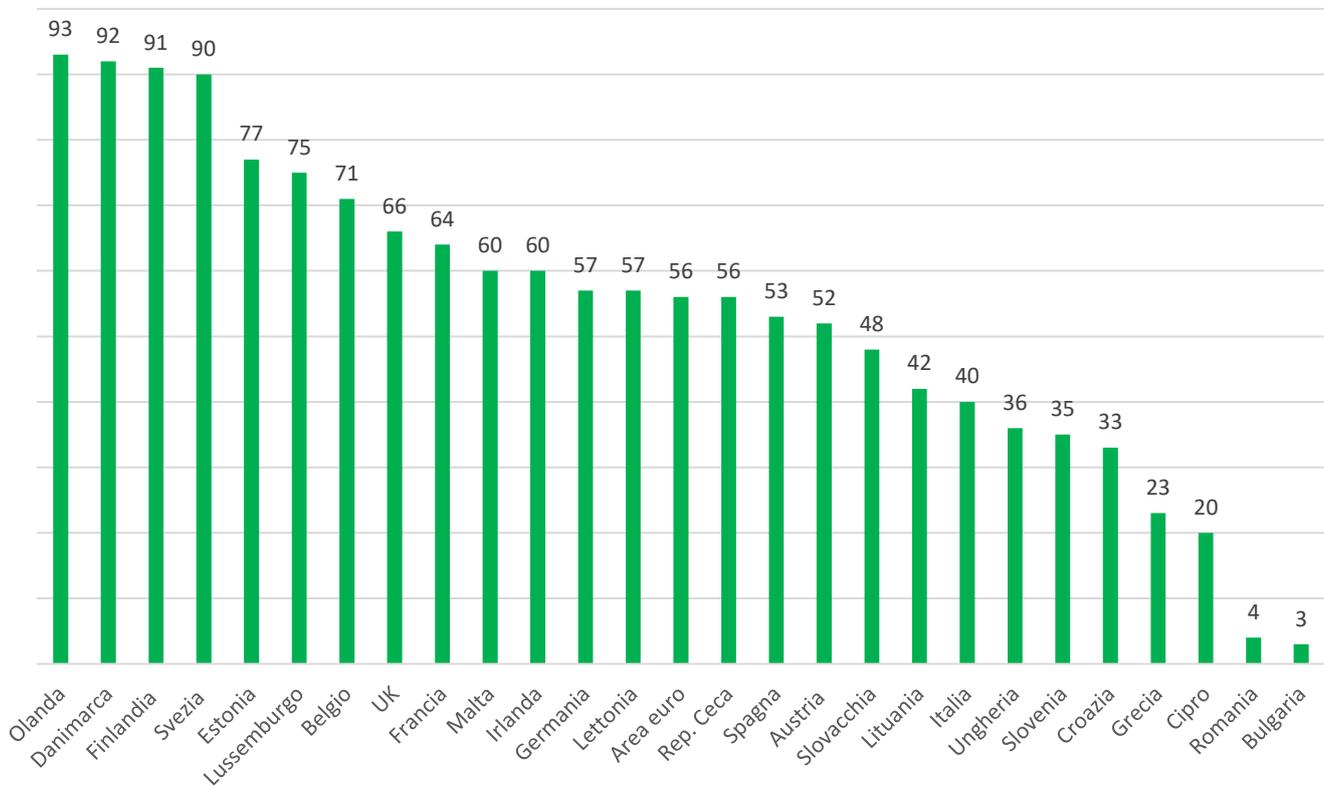


Figura 3 - Fonte: <https://www.bemresearch.it/wp-content/uploads/2018/03/report-e-banking-2018-BEM-Research.pdf>

La diffusione dei servizi bancari veicolati per mezzo del web cresce maggiormente quando si prendono in considerazione i soggetti che possiedono un titolo di studio elevato. In tal caso sono il 77% dei residenti nell'Area euro che in media hanno fatto uso dell'e-banking nel 2017. Tale quota scende al 61% in Italia (58% nel 2016), tra le più basse tra i paesi dell'Europa a 28 paesi. La Spagna si attesta al 74%, la Germania al 76% e la Francia all'82%. In testa alla classifica lambisce il 100% la Finlandia (grafico 3).

Grafico 3 - UE28: individui con livello alto di istruzione che hanno utilizzato l'Internet banking

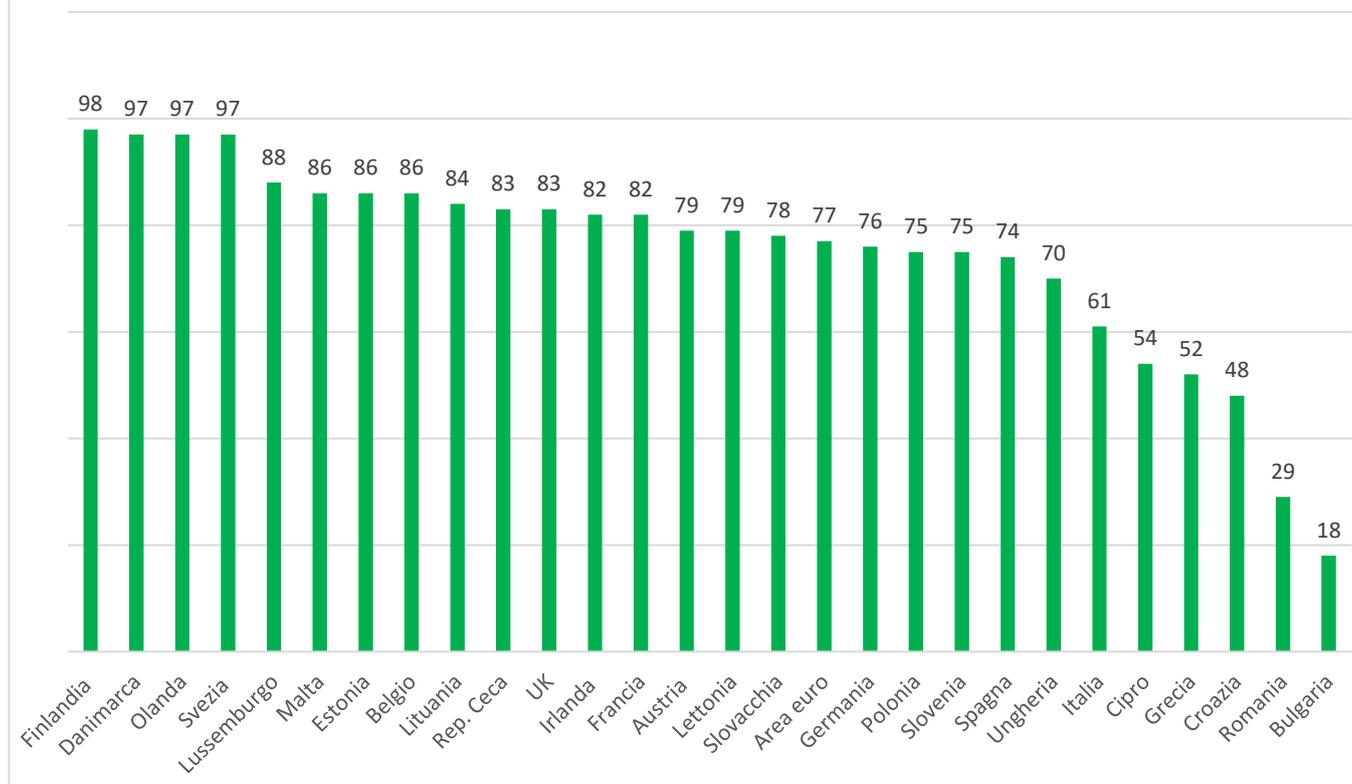


Figura 4 - Fonte: <https://www.bemresearch.it/wp-content/uploads/2018/03/report-e-banking-2018-BEM-Research.pdf>

I dati soprariportati indicano come il *FinTech* nell'area *Investing* sia giunto in ritardo in Italia rispetto ad altri Paesi: l'utente italiano è classicamente contrario al cambiamento e ha impiegato un po' di tempo per abituarsi, prediligendo ancora il rapporto con l'impiegato della filiale rispetto all'agiatezza e al risparmio del bonifico online eseguito comodamente da casa.

La capillarità delle filiali presenti sul territorio, sovente si è rivelata uno degli elementi di scelta del consumatore, il quale prediligeva avere il conto con la piccola banca di paese anziché con il grande gruppo. A plasmare una simile mentalità provinciale era soprattutto il fatto che la piccola banca si avvicinava maggiormente a quelli che erano i bisogni del singolo cittadino o della piccola/media impresa. Tuttavia, con l'inizio della crisi e il venir meno dell'antica e attecchita sicurezza nel sistema banca, le cose hanno iniziato a mano a mano a cambiare verso in favore del grande gruppo, capace di fornire un aspetto molto più solido e moderno: avere la filiale sotto casa non è più importante per il cliente, come lo era invece un quarto di secolo fa.

Sa da una parte non si può nascondere che le abitudini del consumatore italiano sono dure da estirparsi, in particolar modo quando si parla di soldi, dall'altra ci sono molteplici impulsi verso il cambiamento che giungono da motivazioni di tipo economico e di sopravvivenza stessa del sistema bancario: taglio dei costi e crescita della redditività sono gli input cui nessuna banca può venir meno negli anni a venire. NPL (*Non Performing Loans*), svalutazioni e aumenti di capitali sono le parole che oramai la maggior parte della gente è avveza a sentire dal 2011. La risposta delle banche è stata quella di ridurre il numero di filiali, tagliando i costi e aggregandosi.

Sono anche altri, inoltre, gli elementi che hanno inciso in maniera negativa sulla redditività delle banche negli ultimi tempi: la diminuzione dei tassi di interesse e la disintermediazione delle banche nell'area *Transactional*, che sta subendo una veloce accelerazione con l'avvento della Blockchain e delle cripto valute.

La risposta a tutto questo può essere individuata proprio nell'ambito della digitalizzazione dei servizi: ed ecco, quindi, che l'utilizzo dei robot nella finanza italiana si tramuta in una concreta esigenza per recuperare dal punto di vista della redditività.

Lo sviluppo delle attività di finanza tecnologica ha causato la singolare confluenza di due differenti profili di rischio per la clientela: accanto ai rischi di tipo finanziario cui tali attività sono per natura connesse, la prestazione di servizi attraverso strumenti tecnologici immette alcune inedite istanze di tutela, emergenti direttamente dalla natura digitale ed informatica dell'attività: ciò non solo in ragione della 'smaterializzazione' dei rapporti tra clientela ed operatori, ma anche in conseguenza dell'assoluta importanza attualmente assunta dall'esigenza di tutela dei dati.

I dati posseduti o introdotti dalla clientela meritano, infatti, particolare tutela, non soltanto verso i terzi, ma anche verso coloro che gestiscono le piattaforme online, che potrebbero vantare propri diritti di proprietà (addirittura intellettuale) su realtà digitali risultato dell'espressione identitaria dell'utente. Peraltro, se, da una parte, occorre fare riferimento ai dati personali non già come "dati identificativi" (e cioè che aiutano a identificare la singola persona), bensì come "dati identitari" perché esplicativi dell'identità personale che si è scelto di costruirsi, in linea con il concetto di *identity information* presente nella tradizione di *common law*, dall'altro, anche ai fini dell'individuazione degli strumenti sanzionatori correlati allo sviluppo del *FinTech*, deve altresì prendersi atto della graduale patrimonializzazione o "proprietarizzazione" dei dati personali del soggetto che si registra in una piattaforma di *lending* o *crowdfunding*, con conseguente maggiore interesse commerciale all'acquisizione di quei dati, al punto da indurre la dottrina a parlare di "oro digitale".⁶

⁶ Cfr. l'articolo pubblicato su repubblica.it, a firma di Accogli C., In Danimarca c'è un negozio dove si compra senza pagare (in www.repubblica.it, fa riferimento a "Freemarket", il negozio aperto a Copenhagen nell'agosto del 2013, che vende prodotti

La difficoltà del concetto di identità digitale oggetto di considerazione negli ambiti *FinTech* rispetto a quello classico di identità personale si valuta nel frazionamento delle differenti componenti del c.d. “patrimonio umano digitale” in:

- a. chiave d’accesso ad un patrimonio materiale;
- b. strumenti per un guadagno;
- c. domicilio virtuale;
- d. rivelazione della proprietà intellettuale: una proiezione complessa, economicamente più appetibile e più agevolmente riproducibile dell’identità personale⁷.

Quanto le aspettative correlare alle nuove applicazioni digitali siano state o potranno in futuro essere in concreto appagate e di quale portata sarà l’impatto dell’innovazione sul settore finanziario ancora non si lo si può sostenere con certezza, anche in ragione della velocità con la quale la tecnologia si evolve, esponendo il mercato a costanti cambiamenti.

Indubbie sono certamente le potenzialità di sviluppo e la capacità di cambiare il settore dei servizi finanziari, ove già possono individuarsi i primi risultati.

Le novità nei modelli di business per le aziende, nei modi di comunicazione e interazione con il cliente, negli strumenti di prestazione dei servizi finanziari sono infatti solamente alcuni degli effetti scaturenti dall’applicazione della tecnologia alla finanza, nonché il segnale di un processo evolutivo inarrestabile che abbraccia il mercato, e in special modo il sistema finanziario nella sua globalità.

Infatti, la rivoluzione digitale ha gradualmente travolto tutti e tre i settori (finanziario, bancario e assicurativo), sebbene con modi, caratteristiche e velocità del tutto diverse, impegnando gli intermediari finanziari ad importanti investimenti in riprogettazioni tecnologiche dei processi produttivi e distributivi, resi oramai indispensabili per sopravvivere in un campo concorrenziale sempre più preparato.

Tuttavia, le numerose e diversificate peculiarità che contrassegnano il *FinTech* pongono da un lato svariati problemi e sollevano diversi punti di domanda in merito al futuro dell’intermediazione finanziaria e le molteplici sfide correlate alla crescente automazione di alcuni servizi, alle volte in sostituzione del fattore umano; dall’altro, tratteggiano i tratti di un fenomeno che non presenta precedenti, che coglie impreparati tutti

alimentari ai clienti in cambio di pubblicità sui social network. In particolare, si prevede che il cliente, per poter usufruire del servizio, debba registrarsi al sito web, fornendo una serie di dati personali nonché acconsentendo a pubblicare sui social network foto e giudizi dei prodotti ‘acquistati’ gratuitamente.

⁷ Palmerini E., Aiello G., Cappelli V., Morgante G., Amore N., Di Vetta G., Fiorinelli G., Galli M., Il FinTech e l’economia dei dati, Quaderni FinTech, CONSOB, 2018.

coloro che da anni operano nel mercato, a partire dai cittadini fino alle imprese, dalle istituzioni creditizie e finanziarie alle autorità di regolamentazione e supervisione, implicando una sfida per tutti coloro che hanno interessi sul mercato e richiedendo allo stesso tempo un impegno congiunto su tutti i piani⁸.

Quest'ultimo è un profilo sottolineato dal Parlamento europeo che, all'interno della risoluzione approvata su:

“Tecnologia finanziaria: l'influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario”, ha evidenziato «la necessità di accrescere l'educazione e le competenze digitali nel settore finanziario, all'interno degli organismi di regolamentazione e della società in generale, ivi inclusa la formazione professionale»⁹.

Il FinTech, come ogni innovazione che entra nel mercato, non viene meno alla domanda principale che continua a dividere sostenitori e detrattori: si tratta di un'opportunità di sviluppo o di una minaccia distruttiva per l'intermediazione finanziaria?

È questo un dibattito che si nutre continuamente di nuovi apporti che fanno inclinare per una tesi o per l'altra a seconda della direzione dell'angolo visuale, orientato talvolta solamente sui benefici, tal altra soltanto sui potenziali pericoli correlati ad un fenomeno considerato da molti estremamente “rivoluzionario”.

Tuttavia, nonostante numerose riserve, in special modo per ciò che concerne la salvaguardia del consumatore e l'equilibrio del sistema finanziario, le Istituzioni europee hanno iniziato un percorso di approvazione e supporto del fenomeno in sé, soprattutto delle sue generalità da impiegare nella prospettiva di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari.

Perciò, il conseguimento *FinTech* potrebbe raffigurare una leva di sviluppo importantissima in funzione della realizzazione di un polo europeo della tecnologia e degli investimenti, capace di competere con mercati più sviluppati e avviati in America, Cina, e America Latina.

Si tratta di scopi che il Parlamento europeo indica manifestamente in questi termini:

«Gli sviluppi in materia di FinTech dovrebbero contribuire allo sviluppo e alla competitività del sistema finanziario dell'economia europea, compreso il benessere dei cittadini europei, migliorando al contempo la stabilità finanziaria e garantendo il massimo livello possibile di protezione dei consumatori» e prosegue «la tecnologia finanziaria può condurre a notevoli benefici, tra cui servizi finanziari per i consumatori e le imprese migliori, più rapidi, meno costosi, più personalizzati, inclusivi, resilienti e trasparenti, e aprire la strada a molte nuove opportunità commerciali per gli imprenditori

⁸ Paracampo M. T., *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, op. cit.

⁹ Cfr. 2016/2243(INI) del 17 maggio 2017, sub point 54, in www.europarl.europa.eu

europei; nell'ambito dei servizi finanziari al dettaglio l'esperienza dei consumatori è la forza trainante degli operatori del mercato»¹⁰.

- **Gli interventi a livello internazionale**

Relativamente agli interventi a livello internazionale, la prima ad intervenire in questo campo è stata la IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) la quale ha indagato in un primo momento sul tema della consulenza finanziaria prestata mediante strumenti automatizzati, pubblicando, in un secondo momento nel mese di febbraio 2017, una ricerca di più ampia portata estesa a tutto il fenomeno FinTech¹¹.

Andando su un altro versante, in ragione degli allarmismi sollevati in merito alla rilevanza sistematica di alcune applicazioni tecnologiche nel settore finanziario e alle preoccupazioni correlate alla correlata applicazione per l'equilibrio del sistema finanziario nella sua globalità, è intervenuto il *Financial Stability Board* (FSB) con due documenti pubblicati a distanza di tempo piuttosto ravvicinata: quello su *FinTech credit. Market structure, business models and financial stability implications*¹², del 22 maggio 2017 e quello su *Financial stability Implications from FinTech. Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention*¹³ del 27 giugno 2017.

Altresì, occorre richiamare gli interventi del Fondo Monetario Internazionale (FMI), *FinTech and Financial Services: Initial Considerations*, a giugno 2017; del *World Economic Forum* (WEF), *Beyond FinTech: A Pragmatic Assessment of Disruptive Potential in Financial Services*, nel mese di Agosto 2017; del Comitato di Basilea che, sempre nel mese di agosto dello stesso anno, ha reso edito un documento di consultazione¹⁴ volto sia agli operatori sia ai supervisori del settore bancario, sui versanti di maggiore impatto di *FinTech*.

Gli interventi a livello internazionale se da una parte tengono conto di un panorama più vasto, per l'appunto quello del *FinTech*, raffrontando tra loro esperienze finanziarie differenziate e relative evoluzioni nel tempo, dall'altra devono subordinare qualsiasi soluzione alla dimensione (internazionale) dei processi di indagine attivati, nonché alla *ratio* posta alla base delle iniziative assunte con la mission tipica di ciascuna autorità¹⁵.

- **Il percorso europeo**

¹⁰ Paracampo M. T., *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, op. cit.

¹¹ Cfr. IOSCO Research Report on Financial Technologies (FinTech), reperibile su www.iosco.org

¹² Reported prepared by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System (CGFS) and the Financial Stability Board (FSB), pubblicato assieme a Bank for International Settlements (BIS), in www.fsb.org

¹³ In www.fsb.org

¹⁴ Cfr. Consultative Document. Sound Practices: Implications of FinTech developments for bank and supervisors.

¹⁵ Paracampo M. T., *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, op. cit.

A livello europeo l'interesse verso questo fenomeno è andato ad aumentare nel tempo, contrassegnato inizialmente da un approccio di tipo esplorativo, volto a capire le peculiarità di un fenomeno nuovo, per diventare successivamente maggiormente selettivo sulle tematiche da tenere sotto controllo.

La prima fase indicata si è contrassegnata per il lavoro congiunto delle tre autorità europee (ESAs: ESMA, EBA, EIOPA)¹⁶ mediante il Comitato Congiunto, in virtù del carattere intersettoriale di alcuni fenomeni specifici e della volontà di indagarne peculiarità e dinamiche operative in una dimensione *cross border* e *cross sector*, in funzione di una risposta unitaria e puntuale.

È proprio questa la fase caratterizzata dagli interventi settoriali, dove la massima attenzione viene focalizzata su singole articolazioni FinTech, annoverando il *discussion paper Joint Committee on automation financial advice* (2015)¹⁷ e la pubblicazione del successivo report¹⁸ a dicembre 2016, nonché del *discussion paper Joint Committee on Big Data by Financial Institution*¹⁹.

Il differente livello di diffusione e maturità del fenomeno nel settore finanziario, ma anche nei Paesi membri, ha tratteggiato l'inizio della fase successiva dove ogni Autorità, a seguito di una condivisa posizione di controllo costante in attesa di ulteriori sviluppi, ha proseguito il percorso in autonomia, delineando l'area di ulteriore approfondimento dei pericoli, preventivamente identificati dal *Joint Committee*, nel settore finanziario di rispettiva competenza.

Vanno ad inserirsi in tale fase: l'intervento dell'ESMA nell'ambito della revisione delle linee guida in tema di *suitability* ai sensi del MiFID2, che include anche i *robo advice*; quello dell'EBA che ha pubblicato i risultati di un sondaggio svolto tra società FinTech regolate e non, iniziando una consultazione sulle misure presentate per ogni area FinTech controllata, con la pubblicazione di un *discussion paper* di vasta portata; quello dell'EIOPA che ha riassunto i risultati di una tavola rotonda su *InsurTech* all'interno di un report pubblicato a luglio 2017²⁰.

¹⁶ L'intervento del Comitato Congiunto è stato ufficializzato nel contesto del Joint ESAS Consumer Protection Day 2015, svoltosi il 3 giugno 2015 a Francoforte, dove una delle sessioni (intitolata "La crescente digitalizzazione dei servizi finanziari – La regolamentazione è in grado di tenere il passo?") è stata dedicata proprio alle sfide regolamentari – a salvaguardia del consumatore – correlate alle nuove tecnologie, sebbene nella consapevolezza delle difficoltà per il regolatore di stare al passo con le innovazioni.

¹⁷ Cfr. JC 2015 080 – 4 december 2015

¹⁸ Cfr. Report (ESAS – Joint Committee) on automation in financial advice, pubblicato il 16 dicembre 2016.

¹⁹ Cfr. Joint Committee discussion paper on the Use of Big Data by Financial Institutions (LC 2016 86 – 19 dicembre 2016)

²⁰ EIOPA InsurTech Roundtable. How technology and data are reshaping the insurance landscape. Summary from the roundtable organized by EIOPA on 28 April 2017 (EIOPA-BOS/17-165 – 5 July 2017) reperibile sul sito istituzionale.

La scelta delle tematiche da seguire, concentrate in principal modo sui trends emergenti e sulle problematiche consequenziali ha tuttavia, allo stesso tempo, causato un diluvio documentale ancora privo di evidenza particolare.

Se il faro che ha indirizzato il processo esplorativo è raffigurato dall'assunzione di una Strategia globale con riferimento all'ecosistema *FinTech*, quantomeno nel contesto europeo, è anche vero che la sovrapposizione di taluni interventi, sovente a compartimenti stagni, sulle stesse aree non ha incoraggiato una ottimale comprensione di un fenomeno di ampia portata, sollevando al contrario un problema di coordinamento delle fonti, con il pericolo di ulteriore frammentazione del *framework* applicabile in ogni fattispecie concreta²¹.

1.2. Il futuro in mano ai robot

L'uomo medio da sempre ha osservato con molta diffidenza l'evoluzione tecnologica e la stessa circospezione è stata sperimentata nel mondo finanziario da più di un decennio a questa parte.

I *robotrader* hanno palesato da tempo la loro validità, riuscendo a prendere il posto della maggior parte degli "scalper", ossia gli operatori che comprano e vendono per mezzo di centinaia di operazioni che effettuano durante il giorno, comprovando la loro efficacia in special modo in situazioni contrassegnate da elevata tensione emotiva, come le crisi dei mercati finanziari del 2008 e del 2011.

Eppure, sovente si sente dire: ti affidi a dei computer?

Negli ultimi anni la sofisticazione tecnologica e l'avvento dei modelli HFT (*High Frequency Trading*) ha elevato molto l'asticella della competizione, facendo nascere anche modalità di manipolazione del mercato nuove, ignote fino a poco prima e che si posizionano ben oltre, dal punto di vista della complessità, all'abuso di informazione riservata.

L'uso imponente dei robot non si ferma alla finanza o al settore bellico e militare, bensì sta scavalcando l'uomo in tale attività.

Di questo aspetto si discute indubbiamente a tutti i livelli, anche e specialmente in quello politico-istituzionale, al fine di capire quali siano i reali pericoli di un utilizzo consistente della robotica. Sicuramente si tratta di un settore in costante e crescente espansione di cui si dovranno occupare specialmente le prossime generazioni. I robot, infatti, stanno iniziando ad immettersi in vari settori: nella finanza la parola chiave è riqualificazione

²¹ Paracampo M. T., *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, op. cit.

delle competenze e nuove possibilità di lavoro si trovano nell'informatica, nell'elettronica, nella logistica e nella manutenzione.

Ciò che occorre, pertanto, è comprendere quale direzione prenderà il nostro futuro e capirlo farà la differenza tra chi riuscirà ad evolvere il proprio know-how e stare al passo con i tempi e chi, invece, si estinguerà²².

I primi progetti di *advisory*, anche per mezzo di supporti di *web collaboration* sono iniziati un può dappertutto nel mondo (ad opera di alcune banche pioniere quali mBank in Polonia, Itau in Brasile, Commonwealth Bank in Australia, Che Banca! in Italia), sebbene in generale le soluzioni tecnologiche dovranno ancora ultimarsi²³. Le banche, quindi, tenteranno di sviluppare alcune loro proposte, proprio in ragione della rilevanza dei ricavi che potranno ottenersi in futuro, della prosperante concorrenzialità, ma al contempo anche della prosperante offerta da parte di FinTech B2B che offrono i propri motori in white label alle banche medesime.

D'altronde, il mondo fisico (guidato dalle reti dei *financial advisor*) andrà con gli anni dotandosi in maggior misura di una strumentalizzazione digitale, a cominciare da una gestione maggiormente automatizzata dei portafogli gestiti per conto della clientela²⁴.

1.3. La nascita dei roboadvisor

Con il termine *roboadvisors* o *automated financial advisors* vengono indicate tutte quelle società che presentano un servizio di consulenza finanziaria on-line, diretto a fornire soluzioni di investimento totalmente, e in maggior misura, automatizzate (fig. 2).

Sulla scorta degli algoritmi di *asset allocation* e di *risk management* predeterminati e sulla base delle caratteristiche del cliente e della sua predisposizione al rischio, i *roboadvisors* consigliano la realizzazione di portafogli ottimizzati, a fronte di una remunerazione trasparente e di importo contenuto.

Nate in America successivamente alla crisi dei mutui sub-prime, le società di consulenza finanziaria automatizzata hanno sperimentato, in pochissimo tempo, consistenti tassi di crescita, destando l'attenzione di numerosi soggetti: in primis gli investitori poco abituati a confrontarsi con un consulente finanziario tradizionale, e le società di *venture capital*, in qualità di finanziatori di start-up nella consulenza virtuale, poi

²² Malverti E., FinTech. La finanza digitale. Strategie di investimento con i roboadvisor, op. cit.

²³ Relativamente allo sviluppo delle forme di consulenza remota da parte delle banche si veda anche McKinsey, The Virtual financial advisor: delivering personalized advice in the digital age, June 2015.

²⁴ Ferrari R., L'era del FinTech. La rivoluzione digitale nei servizi finanziari, FrancoAngeli, Milano, 2016.

le grandi casi di *asset management* e le banche, minacciate da un business che poteva erodere le loro quote di mercato e, infine, le autorità di vigilanza.

Il livello di interesse originato da questi operatori presso gli internauti è in costante crescita, infatti la ricerca della parola roboadvisor, proveniente da tutto il mondo, è in forte aumento significando una curiosità sempre maggiore per l'argomento.

roboadvisor

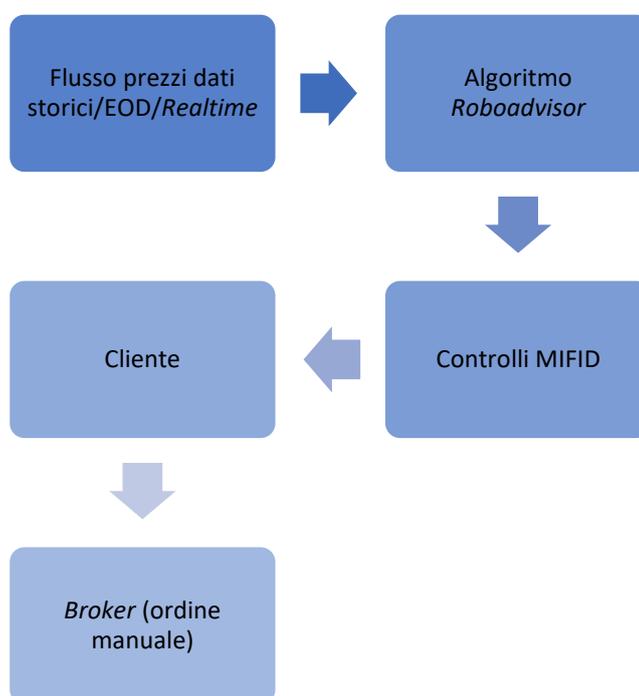


Figura 5 - Schema di funzionamento di un Roboadvisor

Il modello originale americano di consulenza automatizzata, implementato dalle cc.dd. società *FinTech*, presenta tre componenti in potenza disgreganti per la consulenza tradizionale, in special modo²⁵:

- L'intenso uso di tecnologia digitale al fine di formulare i consigli di investimento e per interagire con i clienti che, riducendo i costi di erogazione del servizio, riesce a proporsi anche alla clientela

²⁵ Pia P., *La consulenza finanziaria automatizzata*, FrancoAngeli, Milano, 2017.

finanziariamente meno dotata²⁶. In antitesi alla consulenza classica che basa il proprio valore nel rapporto personale fra consulente e investitore e che per forza si indirizza alla clientela più conveniente;

- L'utilizzo esclusivo di strumenti di investimento semplici, capibili e agevolmente utilizzabili, che potenzialmente incoraggiano l'inclusione finanziaria della popolazione non raggiunta dalla consulenza classica. La consulenza che viene fornita dai *roboadvisors* è indirizzata ai fondi passivi (ETF e *Index funds*) che garantiscono una vasta differenziazione dei portafogli, con poche economiche operazioni di investimento. In contrapposizione alla consulenza classica, che formula raccomandazioni u una vasta varietà di strumenti finanziari ma solitamente più onerosi e, alle volte, più complicati;
- L'orientamento verso i cc.dd. nativi digitali, ovvero quelle generazioni di persone che sono nate e cresciute in presenza di tecnologie digitali. Il modo di utilizzare i servizi, rapportarsi con i pari e interagire con le istituzioni (sia formali sia non) sono assai differenti da quelli assunti dalle generazioni passate. In America, ad esempio, stando all'indagine di FINRA, il 38% degli investimenti rientranti nella fascia di età compresa tra i 18 e i 34 anni si sono rivolti ai *roboadvisors*, contro il 4% di investitori con più di 55 anni²⁷.

La generalizzata perdita di fiducia nei riguardi dei protagonisti finanziari tradizionali, considerati gli artefici della recessione che è seguita alla crisi finanziaria, ha dato origine quindi ad uno spazio favorevole per i nuovi operatori del *FinTech*, ossia quei soggetti di origine non bancaria che applicano la tecnologia al fine di fornire servizi finanziari.

La congiuntura poco benevola ha ridotto la redditività delle banche, a seguito della contrazione dei volumi di domanda del credito, specialmente di qualità, e dell'aumento delle sofferenze. Secondo la rilevazione di R&S Mediobanca, condotta su 70 istituti di credito scelti in base alla dimensione dell'attivo, di cui 32 europei, 15 giapponesi, 13 americani e 10 cinesi, la redditività media del capitale nel periodo precrisi 2004-2007 si attestava al 17% per le banche europee e al 15% per quelle americane; nel periodo post-crisi 2009-2014 la stessa è scesa del 75% in Europa e del 55% in America²⁸.

²⁶ Per una verifica che conferma la maggior convenienza economica per gli investitori che ricevono la consulenza mediante i roboadvisors, anziché con i consulenti umani, si veda A. Sinha, Increasing the Efficiency and Effectiveness of Financial Advice with RoboAdvisors, with paper, INFOSYS.

²⁷ Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), 2016, Investors in the United States: 2016, December, in www.usfinancialcapability.org

²⁸ Barbaresco G., Banks back from 2008 near-death experience?, Financial Times 26 luglio, Area Studi Mediobanca, in www.mbres.it

Gli interventi normativi che si sono succeduti dallo scoppio della crisi, di natura micro-prudenziale e strutturale hanno consentito di ristabilire l'equilibrio del sistema finanziario ma hanno cooperato ad appesantire ancora di più i bilanci degli intermediari finanziari.

La maggior pressione regolamentare, in risposta alla crisi finanziaria, è andata sviluppandosi lungo due direttrici: l'imposizione di esatte pratiche in termini di gestione del rischio e la prescrizione di una maggiore trasparenza verso i consumatori.

La prima ha implicato più rigidi vincoli di capitalizzazione, di liquidità, di governance e organizzativi, con ricadute negative sugli impieghi e importanti costi di compliance.

L'intensificazione degli oneri legali e regolatori ha spinto le banche e le altre istituzioni finanziarie a focalizzare i loro investimenti in maggior modo nell'area della compliance, che in quella della ricerca e sviluppo.

La consistente decelerazione della capacità innovativa degli attori bancari tradizionali e l'indebolimento delle barriere all'entrata hanno incoraggiato i nuovi *player* tecnologici, sovente capaci di evitare il gravoso onere normativo.

La diminuzione della profittabilità, provocata da un trend atipico dei tassi di interesse, con conseguenziale contrazione del margine di interesse e quindi dei ricavi, da una crescente esigenza di rettifiche alle poste di bilancio e da una inidonea differenziazione del modello di business è ancora oggi un problema per le banche europee.

1.4. *Roboadvisor*: la nuova frontiera della consulenza

Il fenomeno di cui si discute ha sin da subito diviso gli ambienti finanziari tra coloro che lo hanno fin da subito ritenuto come la nuova frontiera della consulenza e coloro che invece erano maggiormente preoccupati per l'impatto disruptive sul sistema dell'intermediazione finanziaria esercitato sia dall'innovazione tecnologica, sia dal prosperante ricorso agli *automated advice tools* che hanno iniziato presto ad espandersi anche nel segmento del *wealth management*.

Le preoccupazioni maggiori si connettono principalmente:

1. all'entrata sul mercato di start up ed imprese FinTech, sovente non soggette ad alcuna regolamentazione né a controllo alcuno, con cui i players tradizionali si trovano a concorrere;
2. al pericolo di disintermediazione umana a vantaggio della soluzione digitale;

3. alla numerosità e diversità delle fattispecie sussumibili nel *genus* dei *roboadvisor*, tali da porre problematiche normative diversificate da un caso all'altro.

Con riguardo alle risposte adottate, relativamente alla prima preoccupazione su raffigurata, le imprese al fine di mantenere le posizioni raggiunte sul mercato, hanno risposto alla sfida digitale iniziando a intraprendere un iter di *restyling* tecnologico, optando a seconda dei casi di digitalizzare tutto o solo parte del processo distributivo direttamente nell'impresa o esternalizzandolo a società *FinTech*.

Relativamente alle controversie²⁹ nate in merito ai pregi del canale digitale rispetto all'*advisor* umano, il mercato, caratterizzato da una importante velocità di trasformazione, ha rimarcato una certa "volatilità" del quadro di riferimento³⁰, ponendo in primo piano nuove caratteristiche che il fenomeno dei *roboadvisor* ha assunto nel frattempo, inducendo verso la scelta o la conversione di taluni *roboadvices* in *robo for advisor*.

L'utilizzo del modello del *cyborg advisor* (non del tutto umano, né unicamente digitale) raffigura in tal modo il compromesso, il punto di stabilità tra umano e digitale dove viene esaltata la centralità e la professionalità dell'*advisor* umano che si trasforma nell'interfaccia tra il digitale e il cliente.

Nel cogliere i benefici scaturenti dalla sinergia umana e da quella digitale, è stata offerta una soluzione intermedia di convivenza tra la componente digitale e quella umana, in un primo momento palesate come alternative, ma in realtà suscettibili di complementarità e capaci di fornire risposte all'esigenza di numerosi consumatori di rapportarsi con un essere umano, in special maniera nell'ipotesi di acquisto di prodotti più articolati.

Nel futuro si potrà continuare a tutelare il patto tra *advisor* umano e digitale unicamente a condizione di nuove competenze che dovranno per forza essere acquisite dal primo al fine di valorizzare e utilizzare appieno e idoneamente gli sviluppi che il versante tecnologico riuscirà ad offrirgli, nella prospettiva di prestare un servizio *ad hoc* e nel migliore interesse del cliente³¹.

²⁹ Sulle differenti posizioni che si sono confrontate si rinvia a: Badkar M., Why Robo Advisors Aren't A Threat To Traditional Advisors, <http://businessinsider.com>, 14 aprile 2014; Financialounge, La tecnologia mette fuori gioco i consulenti finanziari, in www.financialounge.com, 31 ottobre 2014; D. Liberto, Scepticism reins over automated advice, in www.ftadviser.com, 10 settembre 2014; Moyer L., Taking Sock of Automated Financial Advisers, in www.wsj.com, 8 agosto 2014.

³⁰ Processo accompagnato dall'entrata del primo "compratore di robo advisor" (una sorta di Trip Advisor della consulenza), che raccomanda ai clienti quello che offre i servizi maggiormente confacenti ai suoi bisogni finanziari anticipatamente palesati. In più le evoluzioni rispetto al modello originario spingono anche verso il possibile oltrepassamento della medesima denominazione convenzionale del fenomeno che sta tratteggiando il passaggio alla digital advice di next generation, quella del robo-investing o goal based investing (a tal proposito si fa rinvio alle osservazioni di P. Sironi, *FinTech Innovation. From Robo Advisors to Goal Based Investing and Gamification*, Wiley, 2016).

³¹ A tal proposito va segnalato Bruckenstein J., Robo advisors, digital advice and the future of the advisory business, 9 maggio 2017, in www.marketwatch.com

Conseguenza immediata è stato anche il cambiamento del punto di vista che da una prospettiva unicamente consumeristica (B2C) è stata rivolta verso l'altra di tipo professionale (B2B), spostando in tal modo anche l'ago della bilancia delle eventuali responsabilità correlate³².

³² Paracampo M. T., FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari, op. cit.

Secondo capitolo

L'offerta di consulenza automatizzata in Italia

2.1. La consulenza finanziaria automatizzata

La consulenza finanziaria è un'attività diretta a guidare e supportare gli utenti nel corso del processo decisionale inerente alle loro scelte d'investimento³³.

Attraverso il rapporto di consulenza finanziaria il cliente si rivolge ad un individuo che considera maggiormente informato al fine di ottenere consigli riguardanti il patrimonio.

Lo scopo precipuo della consulenza finanziaria è quello di consigliare proposte di investimento che compongano un portafoglio organico³⁴, coerente con le preferenze del cliente, efficiente e in grado di conformarsi alle sue mutabili esigenze.

Se si considerano i servizi di investimento dal punto di vista del livello di influenza espletata dall'intermediario finanziario sulle decisioni adottate dall'investitore inerenti all'utilizzo del proprio risparmio, da una parte si individuano quei servizi (esecuzione ordini per conto della clientela, ricezione e trasmissione ordini e collocamento) per i quali la decisione diretta e autonoma dell'investitore viene eseguita dall'intermediario, sebbene con gradi differenti di passività³⁵. Dall'altra, invece, vi è il servizio di gestione portafogli in cui l'investitore affida all'intermediario, nell'ambito di un mandato, le decisioni d'investimento concernenti il proprio patrimonio.

La consulenza finanziaria si posiziona a metà strada, condividendo con il primo gruppo di servizi la conservazione della titolarità delle decisioni in capo all'investitore e con il secondo gruppo la subalternità del patrimonio al condizionamento delle raccomandazioni formulate dall'intermediario.

³³ Viene anche definita come quell'attività prescrittiva il cui fine principale consiste nel guidare gli investitori nel processo decisionale nel loro migliore interesse. Cfr. Kahneman D. e Rieppe M.W., "Aspects of investor Psychology", *The Journal of Portfolio Management*, 1998, pp. 52-65

³⁴ In altri termini occorre evitare che i portafogli della clientela si formino prevalentemente mediante una sommatoria di decisioni di investimento stratificate e non strutturate. Il portafoglio è costituito cioè da singoli «pezzi» acquistati in diversi periodi di tempo, secondo logiche e motivazioni disomogenee, su consigli e raccomandazioni raccolte da fonti diverse. Ciò vale a maggior ragione per i risparmiatori che detengono i propri titoli presso una pluralità di intermediari. Cfr. Scolari M., *Il valore della consulenza finanziaria*, in www.asconsim.it, 2014.

³⁵ Si fa riferimento all'obbligo per l'intermediario di verificare o meno l'appropriatezza dell'operazione.

Dalla prospettiva dell'intermediario, la consulenza finanziaria esercita un condizionamento tattico in merito alle scelte d'investimento del cliente infatti, pur non trasformandosi direttamente in investimento del risparmio, la consulenza finanziaria è diretta a costituire un rapporto che generalmente è destinato a durare nel corso degli anni e che, normalmente, risulta strumentale rispetto ad altri servizi di investimento.

Proprio il riconoscimento di questo forte legame che va ad instaurarsi fra investitore e consulente, nonché la dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni dei consulenti finanziari, spinge il legislatore europeo a disciplinare convenientemente i cc.dd. servizi a valore aggiunto, quali la consulenza e la gestione di portafoglio.

Il modello operativo di erogazione della consulenza finanziaria, da anni in corso di evoluzione in ragione dei vari cambiamenti normativi, sta subendo una trasformazione aggiuntiva, dettata soprattutto dall'innovazione tecnologica.

Mediante soluzioni, quali quelle raffigurate dai *robo-advisors* (la figura del *robo-advisors*, termine evocativo ma poco gradito a coloro che espongono tale professione, che si sviluppa in America come una delle tante soluzioni *FinTech* in contrapposizione alla consulenza erogata dagli intermediari tradizionali), la tecnologia diviene parte integrante di un servizio che presenta la potenzialità di appagare nel miglior modo possibile e a costi più bassi tutti i clienti, a prescindere dalla dimensione del patrimonio finanziario.

La consulenza finanziaria è un'attività volta a guidare e sostenere le persone nel processo decisionale concernente le loro scelte d'investimento.

Mediante il rapporto di consulenza finanziaria il cliente si rivolge ad una persona che considera meglio informata al fine di ottenere consigli inerenti al suo patrimonio³⁶.

Teoricamente, la produzione del servizio di consulenza finanziaria è un processo formato da quattro fasi, teoricamente sequenziali ma spesso accavallate nella pratica, che ruotano attorno alla questione centrale su come allocare la liquidità del cliente³⁷.

Nella prima fase, viene eseguito uno studio completo circa i bisogni e gli obiettivi di investimento del cliente.

³⁶ «Financial advice does not have a standard definition but can be thought of as a third party who helps a consumer make a financial decision. Of course, advice is but one mechanism to facilitate decision making. Consumer might also benefit from education or other forms of information that aids in weighing the costs and benefits of various choices. In other cases decisions may be made for consumers (compulsory), or the decision designed to encourage a particular option through the use of defaults. Advice is therefore a component of a larger financial capacity building system available for consumers in financial markets». Cfr. Collins J.M., A Review of Advice Models and the Take-Up of Financial Advice, University of Wisconsin-Madison, Center for Financial Security, working paper, 2010, 10-5

³⁷ Maude D., Global Private Banking and Wealth Management: The New Realities, Wiley Finance, 2010.

Tra gli altri aspetti di questa fase, assume un certo rilievo, anche normativo, la determinazione del profilo di rischio del cliente.

Dal punto di vista economico, infatti, è importante considerare che la funzione di domanda si registra in questa fase. Non tutti i clienti riescono ad individuare le loro esigenze d'investimento. La capacità del consulente di raccogliere ed interpretare le informazioni dal cliente, nonché la capacità nell'individuare e formulare le esigenze dell'investitore, anche quelle nascoste, è una componente basilare in grado di caratterizzare la qualità del servizio.

La formazione di una robusta relazione con il cliente, associato all'appagamento delle sue aspettative, origina consenso e condivisione per quanto riguarda le decisioni da assumere e, quindi, fiducia. Quest'ultima è senza dubbio il presupposto per accrescere il valore della reputazione del consulente e quindi la sostenibilità del servizio di consulenza finanziaria³⁸.

La seconda fase implica la definizione di una strategia d'investimento, più o meno articolata, che rispecchia e sia i bisogni e i vincoli del cliente, declinati anche in termini di inclinazione al rischio, sia le previsioni in merito all'andamento futuro dei mercati finanziari e delle classi di attività che potranno comporre il portafoglio in consulenza.

Nella terza fase, l'attuazione della strategia implica l'identificazione e la valutazione dei singoli prodotti idonei al conseguimento degli obiettivi e idonei al profilo di rischio dell'investitore. Il controllo costante dei risultati, in funzione delle preferenze e dei vincoli posti dall'investitore, gli eventuali interventi di ribilanciamento o di modificazione del portafoglio, unitamente all'attività di *reporting* al cliente, raffigurano la quarta fase³⁹.

Dal punto di vista strettamente normativo occorre discernere la consulenza finanziaria generica dalla c.d. consulenza in materia di investimenti. Con il primo termine s'intende quell'attività che punta a far sviluppare il livello di conoscenze del cliente in ambito finanziario, ad acquisire o migliorare la sua capacità di programmazione finanziaria del risparmio, a gestire le necessità di indebitamento e/o di investimento a fini previdenziali e assicurativi. Tale attività offre al cliente un'analisi delle proprie esigenze attuali e prospettiche, lo supporta nella formulazione degli obiettivi di medio-lungo termine e indica un'allocazione del portafoglio per tipologie di strumenti idonei agli obiettivi identificati.

È chiaro che le attività sopra menzionate non solo comportano un'importante opera di educazione finanziaria a vantaggio del cliente bensì risultano propedeutiche alle decisioni di investimento o disinvestimento. A

³⁸ Oriani M., Zanaboni B. (a cura di), *Conoscere il Private Banking*, Bancaria Editrice, Roma, 2008.

³⁹ Hallman G.V., Rosenbloom J., *Private Wealth Management: The Complete Reference for the Personal Financial Planning*, The Wharton School, McGraw Hill Professional, 2014.

testimonianza del rilievo anche sociale della consulenza generica, occorre evidenziare che, in considerazione delle conseguenze positive originate dalla consulenza generica sul bilancio e sulla ricchezza netta delle famiglie nel medio-lungo termine, nel 2010 il Regno Unito è riuscito ad estendere a tutto il Paese l'offerta a titolo gratuito di un servizio di consulenza generica⁴⁰.

La consulenza finanziaria generica, pertanto, risulta strumentale e preparatoria rispetto a qualsiasi altro servizio di investimento e può essere offerta liberamente, senza alcuna preventiva autorizzazione da parte dell'autorità di vigilanza⁴¹.

La consulenza finanziaria viene identificata con il termine “*consulenza in materia di investimenti*” e definita dalla Direttiva MiFID I (*Market in Financial Instruments Directive*)⁴² come la «prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari»⁴³.

Gli elementi distintivi della sopraindicata definizione di consulenza sono quindi:

- la personalizzazione della raccomandazione che si identifica nel momento in cui la proposta sia diretta ad un destinatario ben preciso e sia presentata come idonea per il cliente ossia, fondata sulla considerazione delle sue peculiarità.

Occorre, quindi, che il consulente porti avanti un esame preventivo circa le conoscenze, esperienze e bisogni finanziari del cliente, nonché della sua propensione al rischio prima di formulare una raccomandazione.

L'elemento della personalizzazione rappresenta non soltanto attributo fondamentale della fattispecie “consulenza”, ma anche fattore di diversificazione del servizio prestato. Come si vedrà oltre, l'offerta di consulenza finanziaria da parte delle differenti tipologie di attori manifesta diversi livelli di personalizzazione, in rapporto alla profondità di conoscenza del cliente ed alle risorse ad esso dedicate.

Il solo confine che può considerarsi sicuro è posto dal medesimo TUF che esclude la presenza di una consulenza personalizzata nell'ipotesi in cui questa venga diffusa al pubblico attraverso canali di

⁴⁰ Money Advice Service si caratterizza per erogare consulenza finanziaria generica in modo assolutamente imparziale; avendo come priorità la prevenzione, piuttosto che la gestione, di criticità finanziarie; utilizzando il canale internet, ma prevedendo anche l'accesso telefonico ed il “face to face”; non rilasciando consigli su specifici prodotti ma mettendo a disposizione consigli, informazioni e strumenti di valutazione su temi relativi alla gestione dell'indebitamento, del budget, del pensionamento, della disabilità, dell'acquisto immobiliare e della consulenza finanziaria. In www.moneyadvice.org.uk.

⁴¹ Cfr. 81° e 82° considerando della Direttiva 2006/73/CE.

⁴² La direttiva (39/2004/39/CE) MiFID eleva la consulenza finanziaria a servizio d'investimento e ne circoscrive il perimetro nella normativa nazionale e internazionale.

⁴³ Art.1, comma 5-septies, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

distribuzione, ossia per mezzo di strumenti di comunicazione rivolti al pubblico in generale. Quando la raccomandazione non si basa sulle peculiarità contraddistinguenti la persona, ad esempio l'indicazione di acquistare un titolo al conseguimento di un determinato target di prezzo o di uscire da un certo mercato perché le attese sono ribassiste, si configura come consulenza generica;

- l'oggetto della raccomandazione, che deve concernere una o più operazioni⁴⁴ inerenti a strumenti finanziari determinati⁴⁵. Il fatto di limitare l'oggetto ad un definito strumento finanziario qualifica la consulenza in materia di investimenti come sottospecie della consulenza generica;
- la responsabilità dell'iniziativa, che si configura come consulenza in materia di investimenti sia quella avviata dall'offerente del servizio, sia quella fornita in risposta a precise richieste del cliente (c.d. "consulenza negativa").

L'impianto normativo della direttiva MiFID I conferisce all'attività di consulenza in materia di investimenti finanziari un contenuto più vasto rispetto a quello che veniva concepito in passato⁴⁶ ma meno pervasivo rispetto alla nozione di consulenza elaborata dalla Consob negli anni precedenti all'adozione della MiFID⁴⁷ e consiglia una maggiore connessione fra consulenza finanziaria e altri servizi di investimento.

La maggiore contiguità nasce anche dal fatto che la MiFID I conferma come la consulenza in materia di investimenti possa contrassegnarsi per l'indipendenza del prestatore del servizio. Ne deriva che la consulenza finanziaria in materia di investimenti può essere offerta sia da soggetti che appartengono a gruppi bancari, sia in simultaneità con altri servizi; può avere ad oggetto anche solamente i prodotti emessi e/o collocati

⁴⁴ Operazioni appartenenti 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.

⁴⁵ «Therefore, the recommendation of the services of portfolio management is not to be considered as investment advice, because it is not related to a particular financial instrument». Cfr. Committee on European Securities Regulators (2010), Questions & Answers, CERS 10/293.

⁴⁶ La consulenza indicata come uno dei servizi di investimento riservati nella Legge n.1 del 1991 era intesa dalla Consob come «analisi e monitoraggio titoli, mediante la distribuzione di rapporti approfonditi con precise raccomandazioni per i clienti, di analisi per gli investitori istituzionali o i dipartimenti di corporate finance eseguite su diverse società, nonché pubblicazione di una guida delle borse valori». Cfr. Comunicazione Consob n. BOR/RM/91005437 del 17 ottobre 1991. Con la Direttiva 93/22 CEE, la consulenza non venne ricompresa tra i servizi principali, ma in quelli accessori. La scelta di liberalizzare il servizio fece sì che l'attività fosse consentita agli intermediari autorizzati, ma non attribuita loro in esclusiva né soggetta al regime di autorizzazione amministrativa. Zitiello L., Mocci F., "La consulenza finanziaria in materia di investimenti: profili giuridici", Quaderno Assiom-Forex, n. 3, 2014, pp. 16-23.

⁴⁷ Nella Comunicazione n. DIN/1071590 del 21.9.2001, la Consob distingueva la consulenza "in senso proprio" da quella cosiddetta "incidentale" per l'esistenza di un rapporto bilaterale e personalizzato tra consulente e cliente, per la posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati, per l'inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente rispetto agli investimenti consigliati e per la circostanza che l'unica remunerazione percepita dal consulente fosse quella ad esso pagata dal cliente. Tutti questi elementi connaturavano la consulenza in senso proprio.

dall'intermediario ed è allo stesso modo permesso erogare il servizio di consulenza laddove, sulla scorta di precise condizioni, l'intermediario percepisca un compenso dalle società prodotto.

Nella prestazione del servizio, il consulente deve atteggiarsi con diligenza, correttezza e trasparenza e, soprattutto, sulla scorta di quanto stabilito all'interno del regolamento CONSOB l'intermediario deve:

- fornire al cliente o potenziale cliente informazioni corrette, chiare, non fuorvianti e abbastanza dettagliate in maniera tale che il cliente o potenziale cliente possa comprendere la natura e le peculiarità che contrassegnano il servizio di consulenza in materia di investimenti e dello specifico strumento finanziario raccomandato e possa assumere, così, decisioni di investimento informate;
- agire nell'interesse dei clienti e, ogni volta in cui le misure organizzative impiegate per la gestione dei conflitti di interesse non bastino a garantire che il rischio di pregiudicare agli interessi dei clienti stessi sia evitato, il consulente deve informare i clienti chiaramente, prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti del conflitto in modo tale che essi possano assumere una decisione informata sul servizio prestato, atteso il contesto in cui le situazioni di conflitto si palesano;
- osservare le disposizioni legislative, regolamentari e i codici di autodisciplina concernenti la loro attività;
- conservare la riservatezza sulle informazioni acquisite dai clienti o dai potenziali clienti o di cui, in ogni caso, disponga in virtù della propria attività.

In tema di salvaguardia dell'investitore un rilevante adempimento immesso dalla direttiva MiFID, in aggiunta ai già indicati obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza a cui devono conformarsi i consulenti, è quello del controllo dei requisiti di adeguatezza e di appropriatezza.

Il livello di tutela che l'intermediario deve assicurare ai suoi clienti, o potenziali clienti, è massimo nel caso di servizi di consulenza e di gestione di portafogli, ossia di tutti quei servizi che possono in maggior misura incidere sulle scelte di impiego delle disponibilità.

L'impresa di investimento, dunque, deve valutare ogni singola operazione nel contesto del servizio di gestione e ogni singola raccomandazione in quello del servizio di consulenza. Affinché un'operazione di investimento possa ritenersi conforme, deve sicuramente appagare al contempo determinati criteri quali:

- corrispondere agli obiettivi di investimento del cliente in questione;
- essere di natura tale che il cliente riesca a sopportare qualsiasi rischio correlato all'investimento, in maniera compatibile con i suoi obiettivi di investimento;

- essere di natura tale per cui il cliente possiede le indispensabili esperienze e conoscenze per capire i rischi concernenti l'operazione o la gestione del suo portafoglio.

Le fattispecie dei servizi di investimento interessati dalla valutazione di adeguatezza sono per loro natura complicate, oltre che delicate a causa della portata dell'impatto che possono causare sul singolo investitore e sui mercati in generale, si tratta di rapporti contrattuali, teoricamente, durevoli, o in ogni caso percepiti come articolati in molteplici operazioni. Pertanto, occorre, sia per l'intermediario sia per il cliente, prendere in esame ogni singola potenziale operazione sia nella sua specificità ma anche come componente di un progetto di più ampio raggio.

Sulla questione si esprime anche il Considerando n°57 della Direttiva di II livello:

«un'operazione può non essere adatta per il cliente o potenziale cliente a causa dei rischi degli strumenti finanziari in questione, del tipo di operazione, delle caratteristiche dell'ordine o della frequenza delle negoziazioni. Una serie di operazioni, ciascuna delle quali è adatta se considerata isolatamente, può non essere adatta se la raccomandazione o le decisioni di negoziazione avvengono con una frequenza che non è nel migliore interesse del cliente. Nel caso della gestione del portafoglio, un'operazione può essere inadatta altresì quando produce un portafoglio inadatto».

Il mancato rispetto dell'adeguatezza riguardo anche uno solo di questi requisiti impedisce all'intermediario abilitato di procedere con l'offerta del servizio di consulenza e quindi con la raccomandazione⁴⁸.

Le informazioni volte ad appurare la conoscenza e l'esperienza del cliente, raffigurano il c.d. test di appropriatezza. Il controllo dell'appropriatezza è obbligatorio per tutti i restanti servizi d'investimento, tranne per la mera esecuzione di ordini, o ricezione e trasmissione di ordini, aventi per oggetto strumenti finanziari non complessi e su iniziativa del cliente.

Relativamente alla consulenza finanziaria automatizzata, il fenomeno ha sin da subito diviso gli ambienti finanziari tra coloro che lo sostengono e che lo hanno ritenuto la nuova frontiera della consulenza, e coloro che, al contrario, sono preoccupati per l'impatto distruttivo sul sistema dell'intermediazione finanziaria.

Dal punto di vista normativo, la consulenza finanziaria automatizzata vanta un percorso alquanto articolato quanto a numerosi interventi, sebbene non sempre molto incisivi nei contenuti. Interventi tutti volti a studiare e capire il fenomeno dei *robo-advisor* degli *automated tools* nella prestazione dei servizi finanziari e, in particolar modo, del servizio di consulenza.

⁴⁸ Per una analisi critica relativa alle misure adottate per proteggere gli investitori si veda: Moloney N., *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*, Cambridge University Press, 2010.

Posti sotto speciale osservazione da diversi punti di vista ed esaminati con differenti lenti di ingrandimento, sono stati tenuti sotto controllo per molto tempo al fine di poterne valutare eventuali benefici e possibili pericoli per i consumatori. Ed è proprio la salvaguardia di questi ultimi che ha mosso in un primo momento la IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) e successivamente le ESAs (ESMA – EBA - EIOPA) e, infine, le singole Autorità europee⁴⁹.

2.2. L’approccio dell’ESMA ai *robo advice* nel *Final Report* e l’ambito di applicazione delle Linee Guida

Il testo sottoposto a consultazione e l’approccio all’interno presentato dall’ESMA⁵⁰ hanno riscosso un giudizio positivo dalla maggior parte dei partecipanti che tuttavia hanno comunque sollevato alcune osservazioni su profili specifici.

Di conseguenza, il testo definitivo delle linee guida, tenendo in conto alcuni dei differenti suggerimenti proposti, è stato modificato in svariati punti, da una parte con l’apporto di ulteriori puntualizzazioni sull’ambito di applicazione e sulle fattispecie ivi incluse, dall’altro lato con un parziale cambio di prospettiva relativamente al tenore delle linee guida declinate in rapporto ai *robo advice*.

Con riguardo ad ambedue i versanti, l’Authority, sconfessando in qualche modo la posizione in passato assunta nel testo in consultazione (ove puntualizzava che le linee guida relative ai *robo advice* raffiguravano una sorta di *additional guidance*⁵¹), ha chiarito nel testo definitivo che non ha intenzione di inserire requisiti aggiuntivi per i *robo advisor*, quanto piuttosto sottolineare taluni profili che potrebbero essere di peculiare rilievo in caso di prestazione dei servizi mediante strumenti del tutto o semi automatizzati.

Ulteriore modifica riguarda, poi, il versante delle regole di comportamento, la trasformazione del focus delle *guidelines* riportate, dal momento che il *Final Report* (rispetto al testo in consultazione) limita in parte il

⁴⁹ Paracampo M. T., FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari, op. cit.

⁵⁰ La considerazione dei *robo advice* nel contesto delle nuove linee guida ha incontrato l’apprezzamento della maggior parte dei partecipanti alla consultazione che tuttavia, in taluni casi e su specifici profili, non è stata esente da qualche osservazione. In particolare, il Securities and Market Stakeholder Group (SMSG) [cfr. Advice to ESMA. Response to ESMA’s Consultation Paper on “Guidelines on certain aspects of the Mifid II suitability requirements” – ESMA22-106-474, 8 November 2017], pur esprimendo un giudizio nel complesso positivo, ha sollevato alcune osservazioni in ordine: al tempo necessario per le imprese per implementare le linee guida; all’applicazione delle linee guida ai *robo advice*; al rischio di sovraccarico di informazioni per i clienti; alla comunicazione con le generazioni più giovani che dovrebbero anche rappresentare un punto di attenzione; al level playing field tra Mifid 2 e IDD.

⁵¹ Il profilo dell’*additional guidance* è stato oggetto di due contrapposti orientamenti: uno a favore della guida fornita, apprezzata per la sua utilità nel ridurre il fenomeno della *black box*; l’altro contrario, a fronte di un potenziale o ulteriore ‘fardello’ operativo per le imprese, al quale peraltro non corrisponde un più elevato livello di protezione degli investitori.

versante della *disclosure* e ridimensiona il novero degli obblighi informativi a carico dell'impresa verso il cliente, con simultanea estensione dei requisiti organizzativi e, in special modo, di quelli concernenti la *governance* degli algoritmi.

Finalità sottesa diviene appunto quella di assicurare una valida gestione del processo di *suitability*, considerata come uno degli aspetti più critici tra i possibili rischi e fonte di potenziali danni per il cliente nella consulenza finanziaria automatizzata⁵².

Per cacciare incertezze sui margini effettivi del perimetro operativo, l'ESMA ha assunto una posizione chiarificatrice chiarendo che le linee guida trovano totale applicazione a tutte le imprese che forniscono servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, indipendentemente dai mezzi di comunicazione impiegati con i clienti.

In tale ambito poi alcune *guidelines* sono considerate molto importanti per quelle imprese che fanno uso di un *robo advice* il quale, a seconda della configurazione di ogni fattispecie concreta, può caratterizzarsi per una circoscritta o inesistente interazione tra clienti e personale delle imprese. Sul versante da ultimo indicato, l'intervento in questione, sebbene di *soft law*, manifesta carattere estensivo e totalizzante, poiché tende ad includere nell'ambito di applicazione tutte le situazioni che involgono un passaggio (totalmente o parzialmente) nel processo consulenziale con riguardo al profilo dell'adeguatezza.

L'Autorità, mossa infatti dalla preoccupazione di assicurare al cliente raccomandazioni idonee al suo profilo di rischio, ha incluso ogni possibile fattispecie, individuabile nel differenziato *genus* dei *robo advice*, senza alcuna distinzione tra *robo advice* puri e *robo advice* c.d. ibridi, nonché *robo for advice* implementati *in house* o esternalizzati a fornitori esterni all'impresa anche sulla scorta di un accordo di partnership.

E consegue che anche i cc.dd. "*professional facing tools*", che non si interfacciano mai con il cliente, devono applicare le *guidelines*, poiché, come specificato dall'Authority,

“è responsabilità dell'impresa assicurare che tutti i sistemi, gli algoritmi e gli strumenti utilizzati ai fini della valutazione di adeguatezza siano robusti ed adatti allo scopo, in linea con le obbligazioni rilevanti e parimenti con queste guidelines”.

⁵² I rischi legati ad una consulenza inadeguata sono stati evidenziati con un alto grado di priorità tra quelli elencati sia nel report delle ESAs (cfr. Final Report on automation financial advice, cit.), sia nella survey della IOSCO (cfr. Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey. Final Report, FR15/2016, December 2016, in www.iosco.org). Rischi il cui elenco è suscettibile di integrazione sulla scorta di quelli ulteriori evidenziati di recente dall'EBA nel suo Report on the prudential risks and opportunities arising for institutions from FinTech, 3 July 2018, p. 18 ss., pubblicato in pari data unitamente al Report on the impact of FinTech on incumbents credit institutions' business models. Entrambi i report sono consultabili sul sito istituzionale dell'Autorità europea.

Tuttavia, l'estensione in questione ha suscitato svariati insoddisfazioni tra i partecipanti alla consultazione che hanno sottolineato da un lato l'esigenza di una più chiara definizione di *robo advice* rispetto ai *robo for advice*⁵³, laddove il *Final Report* ne riporta una sola con riguardo alla prima tipologia⁵⁴, alla quale resta invece estranea la seconda; dall'altro, sotto un profilo più dettagliato, hanno denunciato l'estensione dell'area operativa delle *guidelines* dai *robo advice* puri (i.e. *client facing robo advice*) ai *robo for advice*, laddove questi ultimi dovrebbero essere scelti (ai fini delle linee guida) solo tra le fattispecie ove le decisioni di investimento siano assunte da algoritmi.

L'intervento di livellamento delle fattispecie in questione e di parificazione delle connesse responsabilità, operato dall'Autorità, sicuramente non incoraggia la chiarezza su un tema in costante evoluzione tanto nel novero e nella crescente complessità dei servizi prestati dalla nuova generazione dei *robo advice*⁵⁵, quanto nella relativa fenomenologia diffusa sul mercato⁵⁶ e con riguardo al quale un punto fermo è già offerto dall'art. 54 reg. deleg. UE n. 565/2017 il quale dispone la responsabilità delle imprese nell'utilizzo di sistemi (semi)automatizzati per la valutazione di adeguatezza⁵⁷ nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione del portafoglio.

⁵³ Così, accanto alle molteplici richieste di maggiore chiarezza sui margini definitivi di consulenza, rinnovate in occasione di ogni consultazione su documenti che involgono i *robo advice*, si affiancano ora anche quelle relative alla classificazione degli strumenti di consulenza automatizzata, unitamente alla delimitazione dei diversi ambiti di rilevanza ai fini dei requisiti prescritti di volta in volta.

⁵⁴ La definizione di *robo advice* è stata modificata e raffinata nel *Final Report* nel senso di includere “la prestazione dei servizi della consulenza di investimento o di gestione di portafogli (in tutto o in parte) attraverso un sistema automatizzato o semiautomatizzato usato come strumento di interfaccia con il cliente (*client facing tool*).

⁵⁵ Sono già state preconizzate le caratteristiche del *robo advice 4.0* che dovrebbe fare ampiamente leva sulle applicazioni di intelligenza artificiale (cfr. European Commission, *Distribution systems of retail investment products across the European Union. Final Report*, 25 April 2018, sub 8.2.2, in <https://ec.europa.eu>).

⁵⁶ Sull'evoluzione nel tempo, anche in chiave prospettica, delle tipologie basilari di *robo advice*, si rinvia inter alia a: Garvia L., *Towards a taxonomy of roboadvisors*, 2018, in <https://repositorio.comillas.edu>; Capgemini, *Evolution of the Automated Advisors*, 2016, in <https://www.capgemini.com>. Espressione di detta evoluzione è altresì la crescente diffusione dei *robo advice* nel segmento private e del wealth management, su cui cfr. Chrishti S., Puschmann T. (edited by), *The WealthTech Book. The FinTech Handbook for Investors, Entrepreneurs and Finance Visionaries*, 2018; Phoon K., Koh F., *Robo Advisors and Wealth Management*, in *The Journal of Alternative Investments*, Winter 2018, 79; I. Singh – Navjot, *Wealth management through robo advisory*, in *International Journal of Research - Granthaalayah*, Vol. 5, June 2017, 33; Accenture Consulting, *The new face of wealth management in the era of hybrid advice*, 2017, in www.accenture.com; Froidure A., Tognoni R., Warner S., *Trends in the US wealth management market. What lessons can be drawn for Europe and the UK?*, January 2016, in www.reply.com; Deloitte, *The expansion of Robo-Advisory in Wealth Management*, 2016, in www2.deloitte.com.

⁵⁷ Una disposizione di identico tenore è stata riproposta anche nell'art. 12 del regolamento delegato UE 2017/2359 (della Commissione del 21 settembre 2017 che integra la direttiva (UE) 2016/97 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda gli obblighi di informazione e le norme di comportamento applicabili alla distribuzione di prodotti di investimento assicurativi), meglio rubricato “Consulenza automatizzata”, il quale dispone che “la responsabilità dell'intermediario assicurativo o dell'impresa di assicurazione nello svolgimento della valutazione dell'idoneità in conformità all'articolo 30, paragrafo 1, della direttiva (UE) 2016/97 non può ridursi per il fatto che la consulenza sui prodotti di investimento assicurativi viene fornita completamente o in parte da un sistema automatico o semiautomatico”.

Determinante appare l'applicazione del principio di proporzionalità che dovrebbe svolgere la funzione di filtro selettivo sulla base del comune denominatore, raffigurato dalla *suitability*.

In definitiva, ferma restando l'applicazione delle linee guida verso i *robo advice* puri, nel caso dei *robo for advice*, si dovrebbe avanzare in ogni fattispecie concreta al controllo se il *robo for advice*, usato dal professionista implichi altresì una valutazione di idoneità che presenti in ogni caso una serie di ricadute nella relazione del professionista con il cliente.

Il punto di osservazione dei *robo advice* viene tal modo indirizzato dai profili di immediata salvaguardia del cliente a quelli che comportano riflessi indiretti ma pur sempre importanti dal punto di vista della protezione dell'investitore, laddove l'elemento comune è raffigurato dall'utilizzo di algoritmi nell'interazione (in)diretta con il cliente. Tanto raffigura verosimilmente uno dei fattori che più degli altri hanno inciso sullo spostamento del focus da una *full disclosure* degli algoritmi a quella che potrebbe definirsi come *algo-governance*.

La struttura del testo resta fondamentale la medesima del *consultation paper*, quantunque i piani di intervento (ed oggetto di *guidelines* specifiche) risultino ribilanciati quanto a misura, intensità e contenuti delle specifiche *guidelines* importanti per i *robo advice*.

Nella differente prospettiva offerta dal *Final Report* viene in tal modo alleggerito l'elenco dei requisiti informativi a quasi integrale appannaggio di quelli di carattere organizzativo, concernenti la governance e il controllo degli algoritmi. Con riguardo poi al versante informativo, il testo definitivo delinea il passaggio dalla trasparenza, principalmente focalizzata sull'utilizzo e sul funzionamento degli algoritmi impiegati da un *robo advice*, ad altra di tipo più tradizionale, praticamente adeguata ai classici obblighi di informativa precontrattuale.

Scelta, quest'ultima, probabilmente influenzata da due fattori: da una parte, la richiesta, avanzata da molti partecipanti alla consultazione, di evitare un inadeguato *overloading* delle informazioni da trasmettere al cliente; dall'altra, la prospettiva favorita, quella dei supervisori, ha spinto ad attenuare taluni profili a favore di altri, considerati più importanti in una prospettiva di controllo e di un approccio comune a livello europeo.

In simile contesto sono state eliminate talune informazioni a monte, quali, innanzitutto, quelle riguardanti l'uso di un algoritmo⁵⁸ per le numerose funzionalità del *robo advice*⁵⁹, alle modalità di funzionamento dell'algoritmo

⁵⁸ Il testo in consultazione recava alcune *guidelines* preliminari alla stessa informativa precontrattuale, tese a rendere consapevole il cliente dell'esistenza a monte di algoritmi per la prestazione dell'intero servizio o, a seconda dei casi, di solo parte dello stesso, nonché delle modalità di funzionamento dell'algoritmo che decretava il risultato finale (del servizio), incidente sulla sfera patrimoniale del cliente (cfr. Paracampo M.T., *La consulenza finanziaria automatizzata*, op. cit., 137 ss.).

⁵⁹ Le funzioni svolte da un algoritmo si differenziano a seconda della complessità del *robo advice* utilizzato e della connotazione totalmente o parzialmente automatizzata. Per citarne alcune, si pensi alla raccolta delle informazioni del cliente nella compilazione

stesso, al servizio dallo stesso in concreto fornito, nonché ai modelli di business impiegati dalle imprese ed ai rischi correlati.

Nel quadro definitivo, una volta tralasciato ogni preliminare riferimento informativo all'algoritmo (ed al relativo impiego), è stato semplificato l'elenco delle informazioni da trasmettere al cliente al fine di migliorare l'intendimento sui servizi prestati mediante un *robo advice*. Informazioni che non esauriscono il novero di quelle prescritte nel rapporto con il cliente, dato che le imprese che si servono di un *robo advice* sono in ogni caso obbligate ad adempiere a tutte le altre obbligazioni di *disclosure* fissate dall'art. 24 Mifid 2 e dalle disposizioni di attuazione di cui al regolamento delegato UE n. 565/2017.

Nella prospettiva di riempire il gap informativo del cliente e di incoraggiarne, allo stesso tempo, una migliore conoscenza, elemento che non può essere tralasciato è sicuramente l'attenzione per l'*information design*⁶⁰ e l'utilizzo di approcci *user-friendly*, che assumono peculiare rilievo sia da una prospettiva contenutistica sia formale. Relativamente alla prima, le informazioni che devono essere trasmesse al cliente includono:

- una chiara illustrazione del preciso livello e dell'estensione del coinvolgimento umano, nonché se e con quali modalità il cliente può contattare il personale dell'impresa;
- una puntualizzazione sul fatto che le risposte fornite dai clienti avranno un impatto diretto nel determinare l'idoneità delle decisioni di investimento raccomandate o assunte per loro conto;
- una descrizione in merito alle fonti informative impiegate per generare una consulenza di investimento o per fornire il servizio di gestione del portafoglio (i.e. se è utilizzato un questionario online, le imprese dovrebbero chiarire il fatto che le risposte fornite potrebbero raffigurare l'unica base per il *robo advice*, oppure se l'impresa ha accesso ad altre informazioni o conti che ineriscono al cliente);
- una cautela su modalità e tempistica di aggiornamento delle informazioni del cliente in merito alla sua situazione finanziaria, circostanze personali, e quant'altro.

Con riguardo specifico ai requisiti di forma, l'attenzione palesata dall'Authority è duplice, in quanto riguarda sia il carattere biunivoco delle informazioni trasmesse sia l'approccio preventivo verso *bias* comportamentali del cliente nel rapporto con il *robo advice*.

del questionario online, all'elaborazione delle informazioni così raccolte, alla formulazione delle raccomandazioni di investimento - previo matching con i prodotti e le relative caratteristiche (soprattutto di rischio), nonché con le indicazioni sul target market fornite dal produttore - alla stessa trasmissione della raccomandazione al cliente, etc.

⁶⁰ Salo M., Haapio H., Robo-advisors and investors: enhancing humanrobot interaction through information design, 2017, in <https://papers.ssrn.com>

Ferma restando la *compliance* con le disposizioni importanti in tema di modalità di fornitura delle informazioni, in particolar modo quelle concernenti il ricorso al supporto durevole, essenziale peraltro in un contesto automatizzato, le imprese dovranno conformare l'informazione in maniera tale da renderla concretamente utilizzabile per il cliente⁶¹.

A questo fine, viene suggerito alle imprese che impiegano un *robo advice* di enfatizzare e dare così rilievo alle informazioni rilevanti (per es. attraverso l'utilizzo di caratteristiche di *design* come i *pop-up boxes*), nonché di considerare se alcune informazioni dovrebbero essere accompagnate da un testo interattivo (es. mediante l'impiego di *tooltips*) o altro per fornire dettagli aggiuntivi ai clienti che hanno bisogno di ulteriori informazioni (ad esempio, mediante una sezione dedicata alle FAQ).

Non viene invece ripresentata, sebbene non venga totalmente estromessa, l'ipotesi del *robo advice* fornito mediante una piattaforma mobile, cosa che, in una angolatura *multichannel*, obbliga l'impresa ad adeguare la presentazione e formattare l'informazione da rendere disponibile ai clienti coerentemente con la piattaforma mobile usata, nonché di renderla altresì accessibile anche da remoto mediante *device* (ad esempio, smartphone e tablet).

Dal lato speculare dell'informativa fornita dal cliente ai fini della relativa profilatura, sono assai rilevanti tanto la struttura del questionario online quanto la formulazione delle domande ivi introdotte. A tale riguardo, le imprese dovrebbero adeguare i loro in maniera tale da riuscire a raccogliere le essenziali informazioni inerenti ai loro clienti.

Scopo che acquisisce maggiore importanza nelle ipotesi di *robo advice*, considerata la circoscritta, o quasi assente, interazione umana.

Per garantire la loro *compliance* con i requisiti che riguardano quella valutazione, le imprese quindi dovrebbero tenere conto di una serie di fattori, quali:

- se l'informazione raccolta con il questionario online consente all'impresa di concludere che la consulenza data è idonea per i loro clienti sulla scorta della loro conoscenza ed esperienza, la loro situazione finanziaria e i loro bisogni ed obiettivi di investimento, alla stregua di quanto richiesto per ogni valutazione di adeguatezza;
- se le domande introdotte all'interno del questionario sono abbastanza chiare e/o se il questionario è strutturato in modo tale da fornire ulteriori chiarificazioni o esempi ai clienti quando ciò si rivela

⁶¹ Su questo punto, alcuni partecipanti alla consultazione, premesso il contenimento del novero delle informazioni in una misura appropriata, avevano proposto di renderla chiaramente accessibile ai clienti del *robo advice* direttamente sul sito web dell'impresa.

indispensabile (ad esempio, mediante l'utilizzo di caratteristiche di design, tipo *tooltips* o *pop-up boxes*);

- se una forma di interazione umana (compresa quella via *e-mail* o *mobile phones*) è disponibile per i clienti quando rispondono al questionario online;
- se sono stati introdotti alcuni steps al fine di appurare la presenza di eventuali risposte contraddittorie del cliente.

In questo contesto, le imprese, in particolar modo quando fanno leva su un sistema del tutto automatizzato, che potrebbe incoraggiare la crescita di *bias* comportamentali dei clienti, dovrebbero attivare meccanismi per affrontare e neutralizzare simili rischi. Difatti, a fronte di *bias* che spingono i clienti a sovrastimare la loro conoscenza ed esperienza, le imprese potrebbero includere domande dirette a valutare la complessiva comprensione dei clienti in merito alle caratteristiche e ai rischi posti alla base dei diversi tipi di strumenti finanziari.

L'importanza dell'adozione di dette misure potrebbe divenire assai rilevante proprio nel caso dei *robo advice*, perché il rischio di *overconfidence* da parte di clienti potrebbe risultare più elevato quando somministrano informazioni per mezzo di un sistema automatizzato o semi-automatizzato, in special modo in situazioni ove l'interazione umana è molto circoscritta o assente tra clienti e dipendenti dell'impresa.

Il testo definitivo delle *guidelines*, facendo proprie talune osservazioni sollevate durante la consultazione, si contrassegna per un parziale cambiamento della prospettiva assunta dall'autorità europea che, se inizialmente aveva focalizzato la sua attenzione sui differenti preliminari requisiti informativi (i.e. *disclosure*) e taluni organizzativi, ora si indirizza verso scelte più inclini ad assicurare la solidità degli algoritmi, dei sistemi di valutazione e dei processi applicativi⁶².

Nel *final report* il focus viene in tal modo spostato quasi del tutto sulla *algogovernance* piuttosto che sulla relativa trasparenza verso il cliente. La direzione scelta ed imboccata diviene quella di incoraggiare una maggiore efficacia in merito al controllo mediante la definizione di un comune approccio europeo e l'identificazione di *good practices* utili per i supervisori. Scopo quest'ultima che va a rispecchiarsi sull'indicato cambiamento di prospettiva che ispira il testo definitivo delle *guidelines*.

⁶² Si rammenta che il tema è stato già preso in considerazione, su un piano generale, dalle ESAs (cfr. Joint Committee Final Report on Big Data – JC/2018/04 – 15 March 2018) che, nel formulare il responso sull'uso dei Big Data da parte delle istituzioni, le hanno invitate a dotarsi di *good practices*, articolate su tre versanti, quali: Robust Big Data processes and algorithms, ove viene suggerito il monitoraggio periodico del funzionamento delle procedure e delle metodologie come, parimenti, degli strumenti di Big Data per adattargli agli sviluppi tecnologici ed ai rischi emersi di recente; Consumer protection; Disclosure on the use of Big Data.

Il fine ivi sotteso vira in tal modo dai lodi di immediata tutela degli investitori mediante la trasparenza e gli obblighi di informativa diretta nei riguardi dei clienti⁶³ a quelli di prevenzione e diretta supervisione sugli algoritmi (inizialmente interna alle imprese, con l’inserimento di taluni standard di *accountability*, e poi esterna ad opera delle autorità) nonché sulla relativa esatta funzionalità, rispetto ai quali la salvaguardia degli investitori diviene il risultato conclusivo della definizione del processo in questione.

Sulla base degli scopi e delle descritte coordinate il requisito organizzativo, brevemente tradotto nel documento in consultazione, in una sola *guideline* che richiedeva alle imprese di progettare e implementare – in rapporto alle peculiarità del proprio modello di business – misure (organizzative) per mezzo di procedure e *policies* redatte per iscritto, nel *Final Report* viene marcato e esteso fino ad includere processi di *due diligence* sulla robustezza degli algoritmi e dei sistemi di valutazione. E tanto sia in funzione preventiva rispetto alla fase di *design* degli algoritmi, sia per tutta la vita degli algoritmi stessi mediante un costante controllo della costante robustezza.

Da questa prospettiva, tutte le imprese che usano, ai fini della *suitability*, sistemi automatizzati (siano essi *client* o *professional facing tools*) dovrebbero costantemente tenere sotto controllo e sperimentare gli algoritmi a supporto dell’idoneità delle transazioni raccomandate o assunte per conto dei clienti, a cominciare proprio dalla fase di design di detti algoritmi.

In questo step preliminare le imprese dovrebbero inoltre tenere conto della natura e delle peculiarità dei prodotti inclusi nella loro offerta ai clienti, tentando in tal modo di concepire algoritmi tali da operare una scelta sulla base del catalogo dei prodotti offerti. In particolare, le imprese dovrebbero quantomeno:

- Predisporre una documentazione *ad hoc* del sistema di design che disponga la finalità, lo scopo e la struttura degli algoritmi;
- Dotarsi di una strategia di test documentata che chiarisca la finalità del test sugli algoritmi e che comprenda tutti gli *steps* superati (ad esempio, programmi di test, casi di test, risultati di test, risoluzione dei difetti, se rilevanti, e risultati del test finale);
- Implementare idonee *policies* e procedure al fine di meglio gestire ogni modificazione ad un algoritmo, compreso il controllo e la tenuta dei registri dove sono annotati detti cambiamenti, in modo da rendere

⁶³ Non solo. Tra requisiti omessi nell’adozione del *Final Report* e requisiti mancanti l’ESMA sembra arretrare su taluni rilevanti aspetti, peraltro di non secondaria importanza, quali il coinvolgimento di terze parti nel processo di governance degli algoritmi o i profili proprietari o di responsabilità legati alle varie fasi di costruzione di un algoritmo. Parimenti, nessun rilievo viene attribuito ad eventuali conflitti di interesse, né tanto meno alle responsabilità a carico del consiglio di amministrazione dell’impresa.

tracciabile ogni intervento sugli algoritmi. Tanto comprende altresì l'implementazione di requisiti di sicurezza per monitorare e impedire accessi non autorizzati agli algoritmi;

- Verificare ed aggiornare gli algoritmi in maniera da riflettere ogni cambiamento di una certa importanza (ad esempio, cambiamenti di mercato e modificazioni della legge applicabile) che potrebbero condizionare la loro efficacia;
- Implementare *policies* e procedure capaci di individuare ogni errore nell'algoritmo e trattarlo in maniera appropriata, ivi compreso, a titolo chiarificatore, la sospensione della prestazione della consulenza se è probabile che quell'errore possa determinare una consulenza inidonea e/o una importante violazione normativa;
- Disporre di idonee risorse, comprese quelle umane e tecnologiche, al fine di tenere sotto controllo le prestazioni degli algoritmi mediante una revisione tempestiva della consulenza prestata;
- Disporre di un adeguato processo di verifica circa l'adempimento e superamento dei precedenti *steps*.

Affinché i supervisori possano verificare la sussistenza di eventuali irregolarità, ogni step deve essere scrupolosamente testato e documentato, lasciando traccia di qualsiasi intervento o modifica attuata in proposito nel ciclo di vita dell'algoritmo.

Il rispetto dei requisiti organizzativo-procedurali comprende tuttavia ulteriori competenze⁶⁴ tanto nel personale coinvolto nella definizione dei sistemi automatizzati e nel design degli algoritmi sottostanti, quanto nei supervisori che devono eseguire un valido controllo sugli stessi.

⁶⁴ Il tema delle competenze e la conseguente necessità di intervenire su questo versante rappresentano alcuni dei principali profili critici posti in evidenza in tutti i documenti in materia di FinTech. In particolare, l'esigenza di aggiornare velocemente le digital skills, specie dei supervisori, è dapprima evidenziata dal Parlamento europeo nella risoluzione, adottata il 17 maggio 2017, su Tecnologia finanziaria: l'influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario, nonché sia dalla Commissione europea nel Piano d'Azione su FinTech [cfr. FinTech Action Plan: For a more competitive and innovative European financial sector [COM(2018) 109/2, pubblicato l'8 marzo 2018], sia dall'EBA nella Roadmap tracciata per FinTech, cit. Il processo di reskilling dei supervisori è stato altresì inserito dal Comitato di Basilea nel suo documento su Sound Practices Implications of fintech developments for banks and bank supervisors (February 2018, in www.bis.org) ove, nell'elencare implicazioni e relative considerazioni derivanti dagli sviluppi di FinTech sul versante dei supervisori bancari, esplica detta necessità nei seguenti termini sub n. 7): "Implication 7: Fintech has the potential to change traditional banking business models, structures and operations, including the delivery of financial services. Such fintech-related changes may require bank supervisors to reassess their current supervisory models and resources in order to ensure continued effective oversight of the banking system. Consideration 7: Safety and soundness could be enhanced by bank supervisors assessing their current staffing and training programmes to ensure that the knowledge, skills and tools of their staff remain relevant and effective in supervising the risks of new technologies and innovative business models. Supervisors may need to consider the addition of staff with specialised skills to complement existing expertise. The financial industry is undergoing rapid technological changes in all scenarios considered. Bank supervisors may wish to continuously re-evaluate necessary skill sets and approaches to supervision to keep up with changes in the banking industry".

Versante quest'ultimo che viene ancora di più approfondito nel caso in cui si richiedono indispensabili *skills* di conoscenza ed esperienza a tutto il personale che, indipendentemente dal fatto che si interfacci o meno direttamente con il cliente, espleti un ruolo nel processo di adeguatezza⁶⁵.

Allo stesso modo, idonee competenze, ove importanti, sono richieste al personale implicato all'interno del processo di definizione degli *automated tools*, ivi compresi quelli ibridi. Competenze che intervallano da un'adeguata comprensione della tecnologia e degli algoritmi utilizzati per prestare consulenza digitale (in particolare devono riuscire a capire la finalità, i rischi e le regole, oltre gli algoritmi alla base della consulenza digitale), sino alla capacità di rivedere la consulenza automatizzata generata dagli algoritmi.

Si tratta di competenze che, soprattutto nel caso di *robo advice* ibridi contrassegnati da forme di interazione umana, devono totalizzarsi con quelle già richieste al personale ai fini della prestazione del servizio in sé, sulla scorta di quanto indicato dall'art. 25, par. 1, Mifid 2 e delle *guidelines* impiegate dall'ESMA⁶⁶.

Le linee guida dell'ESMA aprono così una strada nell'universo buio e ancora non visitato degli algoritmi. Gli algoritmi, sovente accusati di assenza di neutralità e di opacità, sono stati talvolta affiancati (in una sorta di ossimoro) al bisogno di renderli trasparenti, con tutte le conseguenze, anche giuridiche⁶⁷, scaturenti dall'impulso ad aprire quelle che sono ancora oggi ritenute *black boxes*. Cosa che impone certamente una riflessione maggiormente approfondita circa l'impiego degli algoritmi, i requisiti operativi, la relativa tutela, nonché i consequenziali profili di responsabilità e la relativa suddivisione nel caso di intervento di terze parti, non sempre soggette a regolamentazione e controllo⁶⁸.

Sono profili ancora inesplorati, come peraltro suggerito dall'EBA⁶⁹ in rapporto all'implementazione di tecnologie sempre più sofisticate nel processo di funzionamento dei *robo advice*. Purtuttavia, deve puntualizzarsi che le *guidelines* sollevano il velo dagli algoritmi solo per scopi di controllo e quindi ad appannaggio dei supervisor, i quali devono valutare la robustezza dei sistemi di valutazione a monte e correttezza del processo di adeguatezza a valle.

⁶⁵ Questo potrebbe riguardare, ad esempio, la predisposizione dei questionari, la definizione degli algoritmi che sovrintendono la valutazione dell'adeguatezza o altri aspetti necessari per condurre la valutazione di adeguatezza e controllare la compliance con i requisiti di suitability.

⁶⁶ ESMA, Guidelines for assessment of knowledge and competence, ESMA71-1154262120-153, 3 January 2017, reperibile sul sito istituzionale.

⁶⁷ Un inquadramento delle diverse implicazioni giuridiche si deve a E. Prosperetti, Algoritmi dei Big Data. Temi regolamentari, responsabilità, concorrenza, in *Informazione e Big Data tra innovazione e concorrenza*, a cura di Falce V., Ghidini G., Olivieri G., Giuffré, 2018, 303.

⁶⁸ Il riferimento è ai fornitori esterni all'impresa, dotati di peculiari specializzazioni dal punto di vista tecnologico e, in ragione di detta competenza, incaricati di sviluppare soluzioni di robo advice sulla base di accordi partnership con gli incumbents.

⁶⁹ EBA Report on the prudential risks and opportunities arising for institutions from FinTech, op. cit.

L'oscurità di cui sono accusati gli algoritmi resta invece per quel che concerne il cliente che non acquisisce alcuna consapevolezza circa l'utilizzo degli algoritmi e modalità di impiego delle proprie informazioni da parte degli algoritmi stessi.

Allo stesso modo deve dirsi con riguardo sia alla possibilità per il cliente di appurare l'esatto utilizzo delle proprie informazioni, sia al diritto di conoscere le ulteriori informazioni personali (e di selezionare quelle considerate dal medesimo importanti) cui le imprese possono attingere per valutare la *suitability*. Continuano a sussistere, quindi, svariate aree grigie nella salvaguardia dell'investitore che decida di accedere ad un *robo advice*, talune delle quali sottolineate di recente dall'EBA nel citato *Report* sui rischi prudenziali e sulle opportunità per le istituzioni derivanti da *FinTech*.

In considerazione degli svariati interessi da parte di più Autorità⁷⁰, l'esame del tema avrebbe bisogno di una sede centralizzata a livello europeo, per ciò che concerne dibattito e soluzioni prescelte, come già consigliato sia dall'*European Banking Federation* (EBF)⁷¹, sia più di recente dall'*European Banking Institute* (EBI)⁷² a supporto di una *sandbox* specifica per i *robo advice*, sul modello di quella da tempo testata dalla FCA⁷³.

Differentemente, un'ulteriore suddivisione sia negli approcci al tema sia nelle soluzioni prescelte sui versanti che, *ratione materiae*, non sono oggetto di considerazione nel Report dell'ESMA, rischierebbe di provocare conseguenze spiacevoli, da un lato intralciando la prestazione transfrontaliera della consulenza mediante *automated tools* e l'accesso di nuovi *players* nel mercato in questione, dall'altro lato dando vita ad un'incertezza giuridica che perverrebbe ad ulteriore 'fardello' operativo, tale da scoraggiare l'uso di *digital channels*.

⁷⁰ Non va tralasciato che anche la Commissione europea, nella consultazione che ha preceduto la definizione del Piano d'Azione per FinTech, ha intravisto nei robo advice un potenziale dirompente rispetto al tradizionale settore del wealth management, sulla scorta di quanto si evince da una preliminare ricognizione delle diverse osservazioni presentate (cfr. Detailed summary of individual responses to the "Public Consultation on FinTech: a more competitive and innovative European financial sector, September 2017, in <https://ec.europa.eu>). Tanto quindi non esclude altro intervento sul framework in tema di consulenza, come peraltro più volte sollecitato dai partecipanti a diverse consultazioni, teso a favorire la prestazione del servizio in una dimensione cross border, sulla scorta peraltro dei risultati riportati nell'European Commission, Distribution systems of retail investment products across the European Union. Final Report, cit.

⁷¹ L'EBF, nel suo report su Innovate. Collaborate. Deploy. The EBF vision for banking in the Digital Single Market, 14 November 2016 (in www.ebf.eu) tra le varie proposte, di portata europea a sostegno di FinTech, ha suggerito l'adozione, da parte della Commissione europea, di un framework teso a favorire la sperimentazione (i.e. Europe wide approach on sandboxes) a livello europeo tale da prevenire ulteriori frammentazioni nel mercato unico e distorsioni della concorrenza tra operatori in Europa.

⁷² Ringe W., Ruof C., A Regulatory Sandbox for Robo Advice, EBI Working Paper Series, 2018 – no. 26, 2 May 2018, in <https://papers.ssrn.com>

⁷³ Da ultimo si vedano i risultati dell'esperienza maturata dalla FCA nelle diverse articolazioni di FinTech, ivi inclusi i robo advice, come riportati nel Regulatory sandbox lessons learned report, 2017, in www.fca.org.uk.

Allo stesso tempo è altresì vero che le innovazioni tecnologiche (e la maggiore complessità che andrà caratterizzandole in futuro) aprono la strada alle sfide dei regolatori e dei supervisori su una doppia versante e con una doppia valenza. Difatti, in prima istanza le competenze dei supervisori dovranno essere aggiornate e ricalibrate per potersi allineare con il nuovo contesto digitale, ponendo così in primo piano l'esigenza di tratteggiare anche nuove forme di controllo che si rivelino idonee e proporzionate all'era digitale, dove il focus della vigilanza si sposta dal soggetto vigilato sino al mezzo impiegato per la prestazione del servizio.

Il vero destinatario della vigilanza diviene in tal modo l'algoritmo e la robustezza della struttura di supporto.

Le violazioni non involgeranno più solo la trasgressione di regole di comportamento da parte dell'impresa nel rapportarsi con il cliente, bensì, in un quadro assai innovato e algoritmizzato, la medesima progettazione dell'*automated tools* che non risulti estrinsecazione dell'adempimento di quelle regole. E tanto sia nel caso in cui dette regole siano poste a carico dell'impresa, sia nel caso in cui talune funzioni siano esternalizzate.

Tuttavia, su un lato speculare, la sfida avviata dalle nuove tecnologie si posiziona ben oltre, andandosi ad estendere sino a divenirne vero e proprio strumento di controllo proattivo, in maniera da rendere più efficace l'azione di supervisione (i.e. *SupTech*)⁷⁴, sulla base delle potenzialità connaturate nelle tecnologie abilitate proprio dagli algoritmi. In tal senso si registrano già le prime esperienze, quantunque il tema sia ancora ad uno stadio solamente iniziale e le prospettive di sviluppo siano confortanti con riguardo alle differenti aree di applicazione, come sottolineato dal *Financial Stability Institute* nel suo ultimo *Report* sulla supervisione finanziaria nella tecnologia innovativa⁷⁵.

In definitiva, in una visione prospettica e di più vasto respiro, l'attenzione verso le nuove tecnologie dovrà essere considerata nuovamente in ragione dell'innata duplice importanza che richiederà nuove competenze dei supervisori sia per cavalcarle e ricavarne valore nell'azione di vigilanza, sia per monitorarle ai fini dell'esatto adempimento delle regole di comportamento da parte dei soggetti controllati.

⁷⁴ SupTech (supervisory technology) è definita come “the use of technologically enabled innovation by supervisory authorities” (cfr. Basel Committee on Banking Supervision, *Sound Practices Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, cit.). E' proprio il Comitato di Basilea che individua le opportunità offerte da SupTech nell'implicazione e successiva considerazione sub n. 8) nei seguenti termini: “Implication 8: The same technologies that offer efficiencies and opportunities for fintech firms and banks, such as AI/ML/advanced data analytics, DLT, cloud computing and APIs, may also have the potential to improve supervisory efficiency and effectiveness. Consideration 8: Safety and soundness and financial stability could be enhanced by supervisors investigating and exploring the potential of new technologies to improve their methods and processes, and they may wish to share with each other their practices and experiences”.

⁷⁵ Cfr. *Innovative technology in financial supervision (suptech) – the experience of early users*, by Dirk Broeders and Jermy Prenio, July 2018, reperibile su <https://www.bis.org/fsi/publ/insights9.pdf>.

Tanto lascia presagire gli albori di forme di *algo-intervention* o in ogni caso di nuovi poteri di intervento sugli algoritmi da parte dei supervisori, che potrebbero sperimentare la propria validità proprio in situazioni che involuppano rischi sistemici per il mercato e per la tutela degli investitori⁷⁶.

2.3. Definizione di *advice* e tassonomia dei *robo advisor*

In Italia, per rilevare e catalogare i providers di consulenza automatizzata si è fatto riferimento alle definizioni di *advice* e di automazione impiegate dal *Joint Committee* delle Autorità europee EBA, ESMA ed EIOPA (ESAs) nei documenti pubblicati in materia di *robo advice*⁷⁷. In quei documenti le ESAs fanno riferimento all'*advice* *'used in its common meaning of the word, as an opinion or recommendation as to the appropriate choice of action'*⁷⁸. Tale definizione si allontana da quella più ristretta (e potenzialmente passibile di dar vita a spazi di arbitraggio regolamentare) individuabile nella disciplina MiFID I e MiFID II, che è incardinata sulla nozione di personalizzazione del consiglio, nel senso che la raccomandazione deve fare riferimento a specifici prodotti finanziari e deve basarsi sulla valutazione delle peculiarità di uno specifico cliente.

Dunque, non vengono fatte rientrare nella definizione di consulenza MiFID: raccomandazioni generali su prodotti finanziari indirizzate al pubblico; attività di *asset allocation* finanziaria; presentazione di portafogli modello per investitori tipo; valutazioni generali su conti consolidati dei clienti; modelli di profilatura dei clienti.

Ai sensi della MiFID II, potrebbe qualificarsi come consulenza una raccomandazione implicita o sottintesa, se l'informazione è tale da essere in grado di condizionare la scelta del cliente, nonché la raccolta di informazioni su ogni cliente da parte dell'intermediario, se si può presumere che tali informazioni siano utilizzate al fine di fornire una definizione delle esigenze del cliente e per edificare la base per una raccomandazione personalizzata.

Con preciso riguardo alla consulenza automatizzata, il servizio rientrante nell'ambito MiFID II è solo quello offerto direttamente al pubblico per mezzo di piattaforme digitali (che si fondano principalmente su internet) per fornire consulenza automatica attraverso algoritmi su transazioni aventi ad oggetto specifici strumenti finanziari o portafogli di strumenti finanziari presentati come idonei per uno specifico cliente.

⁷⁶ A titolo esemplificativo, si pensi ad eventuali pregiudizi su larga scala derivanti da malfunzionamenti degli algoritmi o da eventuali manipolazioni di mercato che esporrebbero le imprese a sanzioni e danni reputazionali da un lato, ad una molteplicità di richieste risarcitorie avanzate da parte dei clienti dall'altro lato.

⁷⁷ Si vedano ESAs Joint Committee (2015) ed ESAs Joint Committee (2016).

⁷⁸ Si veda a tal proposito il punto 12, p. 10, in ESAs Joint Committee (2015).

Sono estromessi dall'area MiFID i servizi di *robo advice* diretti a: raccomandare *asset allocation* del portafoglio finanziario per tipologie predefinite di investitori; dare informazioni generali e specifiche solamente per l'esecuzione di transazioni attraverso piattaforme digitali; sostenere unicamente l'attività del personale dell'intermediario.

L'output potrebbe, invece, essere ritenuto come raccomandazione personalizzata (quindi, *investment advice*), quando un intermediario dirige i clienti in un processo d'investimento online automatico mediante un set di domande di filtro (*filtering questions*).

Relativamente alla nozione di automazione, le ESAs definiscono una serie di condizioni che individuano svariati livelli di automazione, prendendo le mosse dalla circostanza in cui è stabilito il coinvolgimento umano, sia anche in maniera circoscritta a talune fasi della catena del valore, fino alla sua totale esclusione.

Secondo le ESAs, il requisito dell'automazione ricorre, soprattutto, se

*'1. The automated tool is used directly by the consumer, without (or with very limited) human intervention; 2. An algorithm uses information provided by the consumer to produce an output; 3. The output of the tool is, or is perceived to be, financial advice'*⁷⁹.

La precisazione della nozione di automazione contribuisce anche a limitare la definizione di *advice*, nel senso che secondo le ESAs non qualificano un determinato servizio come *advice* altri strumenti automatizzati che non sono in grado di appagare le tre condizioni considerate, ovvero che si limitano a dare informazioni, analisi finanziarie e di mercato generali, pubblicità, calcolatori e algoritmi di comparazione di prodotti e servizi⁸⁰.

Un altro elemento considerato importante ai fini della ricognizione dei soggetti attivi nella digitalizzazione del *wealth management* concerne il livello di automazione del servizio. In generale l'automazione può riguardare una o più fasi della catena del valore del servizio di consulenza (Fig. 5).

⁷⁹ ESAs - European Supervisory Authorities - Joint Committee (2015), Discussion Paper on automation in financial advice, JC 2015 080, 4 December 2015.

⁸⁰ ESAs - European Supervisory Authorities - Joint Committee (2015), Discussion Paper on automation in financial advice, JC 2015 080, 4 December 2015

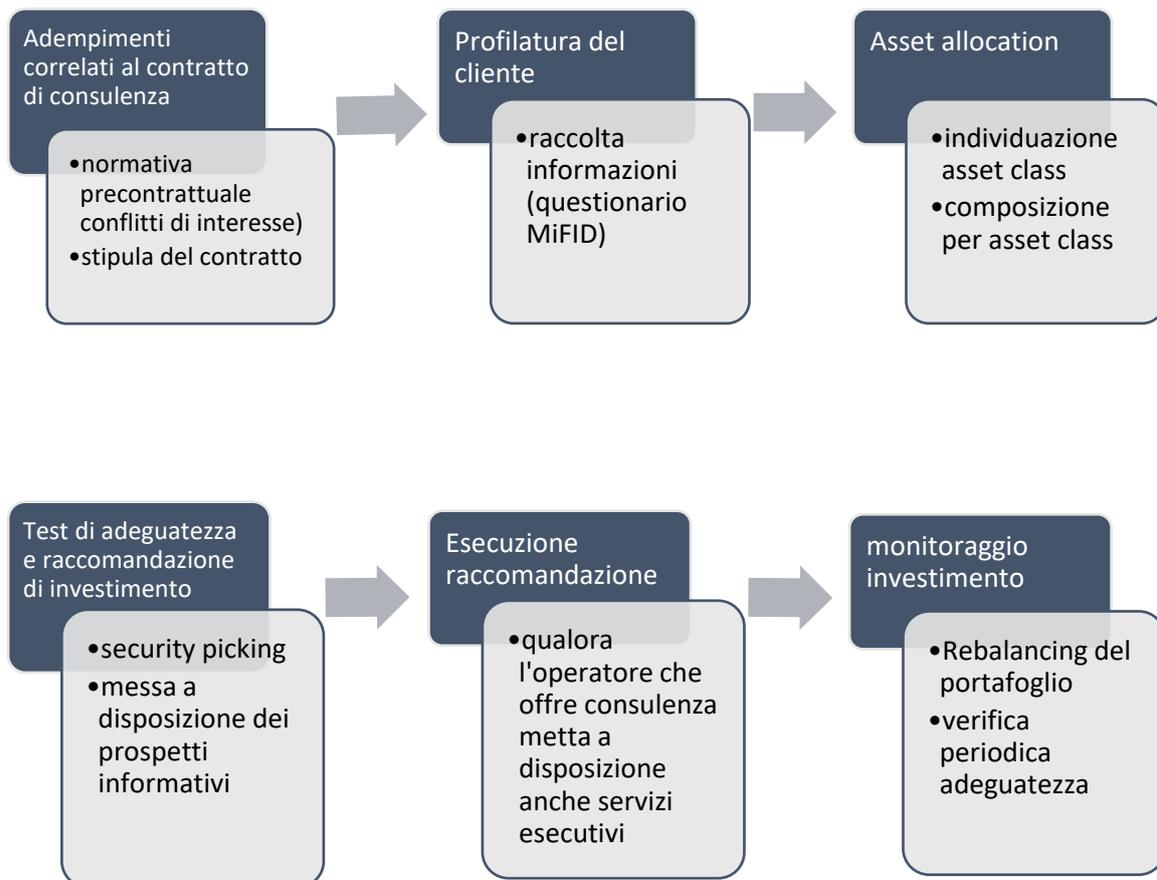


Figura 6 - La catena del valore della consulenza finanziaria (fasi logiche - operative) – Fonte: elaborazione CONSOB. Le caselle dai bordi discontinui corrispondono a fasi non per forza incluse nella catena del valore della consulenza.

A tale riguardo, il primo passaggio concerne gli adempimenti correlati al contratto di consulenza; seguono la profilatura del cliente (la quale si basa sulla raccolta di informazioni mediante il c.d. questionario MiFID concernente la valutazione di adeguatezza) e l’elaborazione della raccomandazione di investimento (eventualmente precorsa dalla definizione dell’*asset allocation*). Nel caso in cui l’operatore che offre consulenza metta a disposizione anche servizi esecutivi, il processo si sviluppa mediante l’esecuzione degli ordini collegati alla raccomandazione di investimento. Terminano la schematizzazione dimostrativa della catena del valore (ove stabiliti dal contratto) il monitoraggio nel continuo dell’investimento e l’eventuale ribilanciamento del portafoglio, anche a seguito dei risultati del controllo periodico dell’adeguatezza del portafoglio raccomandato.

A seconda dell'intensità dell'automazione e del target di clientela, è possibile identificare differenti modelli di *robo advice*:

- il modello c.d. puro si contrassegna per l'automazione del servizio offerto in tutte le sue fasi;
- il modello c.d. ibrido, invece, combina e/o avvicenda l'elemento umano e quello digitale in una o più fasi della catena del valore;
- un terzo modello, infine, è noto come *robo4advisor*.

Nei primi due casi, il servizio è diretto all'investitore finale e, pertanto, viene qualificato come B2C (*business to consumer*)⁸¹, mentre l'ultimo modello viene qualificato come B2B (*business to business*), ponendo l'automazione a sostegno del consulente.

In particolare, nel *robo4advisor* algoritmi e software forniti dal *robo* all'intermediario sostengono il gestore e/o il consulente in una o più fasi del servizio di investimento offerto ai clienti finali⁸².

Infine, nel catalogare i soggetti che operano in Italia nel settore del *robo advice* si è presa in considerazione anche l'eventuale appartenenza a un gruppo finanziario già attivo nel settore dei servizi di investimento. Dunque, sono state individuate due macro-categorie di *providers*: *start-up stand alone* e *robo advisor* di matrice bancaria. Questi ultimi, a loro volta, possono essere autonomi nell'ambito del gruppo di riferimento oppure del tutto integrati con la banca; in tale ultimo caso la consulenza automatizzata estende la varietà di servizi digitali eventualmente già offerti dalla banca medesima.

Il livello di autonomia del *robo advisor* è massimo nel caso del modello *stand alone*, mentre va a ridursi, naturalmente, al crescere del livello di integrazione con l'intermediario bancario.

Con riguardo al *robo4advisor*, sono attivi anche operatori qualificati nella preparazione di piattaforme *white label*, pronte per essere personalizzate e 'brandizzate'.

⁸¹ Salvo alcune eccezioni relative al caso statunitense, nella maggior parte delle esperienze estere non si riscontra ad oggi un modello di robo advice puro, essendo comunque prevista anche l'interazione con la componente umana. Per una disamina più dettagliata dei primi sviluppi del fenomeno negli USA e in Europa si vedano, tra gli altri, BlackRock (2016), Cerulli Associates (2015), Finametrica (2015), SCM (2016).

⁸² Dalla raccolta di informazioni sul cliente all'elaborazione delle medesime ai fini della valutazione di adeguatezza, dall'asset allocation alla portfolio selection, dalla formulazione della raccomandazione alla negoziazione e al portfolio rebalancing fino ad arrivare al customer relationship management.

2.4. Peculiarità del servizio offerto

Relativamente al modello B2C, i servizi offerti includono la consulenza e (ormai per la maggior parte dei *robo advisors*) la gestione patrimoniale.

Due operatori offrono anche servizi esecutivi, che danno la possibilità all'investitore di eseguire il consiglio ricevuto mediante la piattaforma messa a disposizione dal *robo advisor*. La raccomandazione possiede una validità temporale solitamente predefinita, in maniera tale da assicurare che l'eventuale esecuzione del suggerimento ricevuto non sia realizzata in un momento eccessivamente distante rispetto a quello in cui si è realizzata la profilatura.

I prodotti oggetto della raccomandazione o della gestione patrimoniale offerte dai *robo advisors* sono costituiti in principal modo da quote di *Exchange Traded Funds* (Etf) e di fondi comuni di investimento e non comprendono, solitamente, prodotti del gruppo di appartenenza. Il prezzo del servizio raffigura un elemento rilevante della *value proposition*. Le commissioni applicate al patrimonio *under advice* oscillano dallo 0,3% allo 0,7% annuo; a queste possono inserirsi altre componenti di costo quali *performance fee* e/o commissioni di sottoscrizione dei prodotti consigliati. Si tratta di valori contenuti rispetto ai prezzi del servizio 'tradizionale' (ossia offerto tramite consulente fisico), che rendono il *robo advice* potenzialmente assai competitivo in special modo nel contesto domestico, contrassegnato da una bassa disponibilità degli investitori a remunerare la consulenza.

Come emerge dalle evidenze del Rapporto CONSOB 2018 sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, il 37% degli investitori è convinto che la consulenza sia gratuita, mentre il 45% dichiara di non sapere se il consulente venga retribuito o meno. Nel complesso il 50% circa non è disposto a pagare per il servizio.

Ulteriore elemento caratteristico del *robo advice* riguarda l'accessibilità del servizio, che risulta massima quando non è stabilita alcuna soglia minima di investimento, mentre è maggiormente circoscritta nei casi in cui tale soglia corrisponde a 20 mila euro; viceversa, nel caso in cui il patrimonio minimo è pari a 50 mila euro il servizio è potenzialmente meno adeguato alle fasce qualificabili come *mass-mass market*.

Il *robo advice* si distingue dalla consulenza tradizionale anche per il conforto che il servizio fornisce, ossia la possibilità per gli investitori con competenze digitali di operare online con sveltezza e senza alcun vincolo di orario o logistico. L'esperienza di navigazione offerta dagli operatori *robo* non richiede particolari competenze digitali se non la consuetudine ad usare la rete Internet. Da questo punto di vista, i fattori critici di successo insistono sulla funzionalità e sulle peculiarità della piattaforma degli operatori (più che sulle caratteristiche intrinseche del servizio offerto), ossia sulla usabilità *strictu sensu* dei siti web dei *robo advisors*.

Passando al c.d. *robo4advisor*, i servizi offerti includono la digitalizzazione completa o parziale del processo di produzione e distribuzione della raccomandazione. Nel primo caso, il *robo4advisor* predispone piattaforme di servizi in modalità ‘*white label*’, che l’intermediario può personalizzare con il proprio marchio ed eventualmente con i propri prodotti (cc.dd. soluzioni chiavi-in-mano). Nel secondo caso, l’operatore offre l’automazione di alcune fasi della catena del valore, che l’intermediario acquisisce in una logica di *cost reduction* o per estendere l’area della clientela servita.

Nel contesto anglosassone, i clienti di *robo advisors* sono tipicamente i *Millennials*, connotati da un patrimonio *under advice* maggiormente contenuto rispetto a quello del cliente medio di un consulente fisico. Le prime esperienze domestiche rivelano, invece, una situazione diversa: i clienti, in larga maggioranza uomini, ricadono nella fascia di età compresa tra 40 e 60 anni, sono già abituati alle scelte di investimento, dispongono di un reddito medio-alto e (nei casi di start-up collegate a un istituto bancario) accedono al *robo advice* per appurarne convenienza e comodità. Tale evidenza, tuttavia, non per forza è dimostrativa dei possibili sviluppi futuri, poiché fa riferimento ad un campione di investitori assai contenuto. Il *robo advice*, infatti, è ancora poco diffuso presso i risparmiatori italiani.

Il dato sul basso livello di diffusione della consulenza automatizzata è in linea con le rilevazioni CONSOB degli ultimi anni⁸³ inerenti alle scelte di investimento di un campione rappresentativo di decisori finanziari italiani. Tali rilevazioni palesano come la consulenza automatizzata risulti ignota alla maggior parte dei risparmiatori intervistati (87%), i quali dichiarano di essere poco inclini a utilizzarlo (nell’85% dei casi) soprattutto per paura di incorrere in possibili truffe online (66%).

L’interesse per il servizio (espresso dal 15% degli intervistati) è maggiore tra gli uomini, i soggetti con rilevanti livelli di istruzione e alfabetizzazione finanziaria e i più giovani (ai quali si associa un livello di cultura digitale mediamente più alto)⁸⁴. Da una *survey* condotta da CONSOB, emerge, tuttavia, che i risparmiatori potrebbero essere maggiormente inclini ad utilizzare il servizio di consulenza automatizzata se esso venisse offerto da uno dei *digital champions* (come Google, Amazon, Facebook, Apple), ossia da operatori che hanno ormai da tempo guadagnato una certa reputazione nel campo dell’*e-commerce*⁸⁵.

Relativamente alla distribuzione, il web naturalmente espleta un ruolo basilare nel *robo advice* B2C, raffigurando il solo (nell’accezione pura del servizio) o il più rilevante (nel modello ibrido) canale di accesso

⁸³ CONSOB (anni vari), Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, in <http://www.consob.it/web/area-pubblica/report-famiglie>; CONSOB (anni vari), Risk outlook, in www.consob.it

⁸⁴ Secondo le ultime rilevazioni disponibili, gli utenti italiani di Internet si connotano per un livello di cultura digitale al di sotto della media dell’Unione Europea (Commissione europea, 2018).

⁸⁵ CONSOB, Università degli Studi Roma Tre, Organismo di vigilanza e tenuta dell’albo unico dei consulenti finanziari – OCF, GfK Eurisko (2017), La relazione consulente-cliente, Addendum al Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane

ai servizi offerti dall'operatore. Per l'accesso al servizio online non sono essenziali, in linea di principio, competenze digitali elevate.

Al canale web, tuttavia, può affiancarsi la scambievolezza con il consulente fisico nella fase di assistenza del cliente, che sovente consente agli investitori di scegliere tra l'opzione digitale e quella umana. L'interazione tra cliente e consulente resta un fattore critico di successo, tanto da indirizzare il mercato verso la valorizzazione della relazione 'umana' sia nel contesto della consulenza automatizzata, dove il modello ibrido è nettamente primeggiato (prevedendo occasioni di interazione 'umana' in una o più fasi), sia nel contesto della consulenza tradizionale, dove la digitalizzazione di una o più fasi del processo è strumentale ad estendere gli spazi che il professionista può rivolgere alla cura del rapporto con i clienti. Tale indirizzo si allinea con la propensione degli investitori assistiti da consulenza a valorizzare aspetti empatici e relazionali sia nella scelta sia nella valutazione del professionista⁸⁶.

⁸⁶ CONSOB, La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari – Quaderni FinTech — 3/2019.

Terzo capitolo

Il *robo advisor* e le sue applicazioni.

Case studies

3.1. Il *robo advisor* al servizio della consulenza

Robo advice vuol dire, per l'appunto, consulenza automatizzata, ossia un servizio di consulenza in materia di investimenti che impiega software di intelligenza artificiale e algoritmi. Algoritmi che, sulla base di determinati parametri (profilo di rischio, obiettivi di investimento, disponibilità patrimoniale, ecc.) elaborano un consistente quantitativo di informazioni, definendo automaticamente le strategie di investimento individualizzate per un determinato tipo di investitore.

Tale tecnologia può essere impiegata in diverso e a differenti livelli: può essere messa a disposizione direttamente degli investitori, per mezzo di applicativi web o applicazioni su smartphone, oppure usata dai tradizionali consulenti al fine di fornire raccomandazioni ai propri clienti. In questo caso si parlerà più propriamente di *robo for advice*. Occorre, ora, comprendere se il *robo advice* sarà il servizio di consulenza del futuro. Non è semplice dirlo con sicurezza anche se, a mio personale avviso, sicuramente andrà ad invadere sempre più settori. Indubbiamente, la fascia di risparmiatori più giovani, i cc.dd. nativi digitali, raffigurano la platea ideale per la consulenza automatizzata e ciò perché, come anche in altri settori, sono sempre i giovani ad avere maggiore duttilità con le tecnologie e, quindi, anche con la consulenza automatizzata.

Tuttavia, detto ciò, non si può non tener conto che al momento, la ricchezza patrimoniale è, più che mai, nelle mani della fascia di investitori maturi, avvezzi a una interazione più tradizionale con il proprio consulente, a parlare direttamente con lui senza il filtro di un robot. Si deve capire se una simile tipologia di investitori possa riuscire a cambiare mentalità e a farsi condurre, nelle proprie personalissime scelte, da un robot anziché da un essere umano, soprattutto quando gli interessi in gioco sono finanziari.

In attesa di capire se e come le condotte di investimento potranno conformarsi alle nuove possibilità offerte dalla tecnologia, il mercato ha già cominciato a muoversi.

Da una parte, le banche e gli intermediari specializzati, per offrire la consulenza automatizzata o per prepararsi ad utilizzare appieno in un prossimo futuro tale nuova opportunità. Dall'altra i regolamentatori, per analizzare il fenomeno e capirne i rischi.

Peculiare interesse è indirizzato all’impatto delle nuove tecnologie sul settore dei servizi finanziari europei, dal punto di vista dei fornitori di servizi finanziari e dei consumatori, con il fine di controllare e appurare se il quadro normativo e di vigilanza riesca a promuovere l’innovazione tecnologica, in linea con tre principi basilari: neutralità della tecnologia, proporzionalità e integrità.

Inevitabilmente, come in tutti i campi, a caratterizzare il fenomeno di un impiego così massiccio di consulenza automatizzata sono sia i vantaggi che gli svantaggi che ne potrebbero scaturire.

Per quanto riguarda i benefici, l’utilizzo combinato dell’intelligenza artificiale e dello studio dei grandi dati, i cc.dd. *big data*, proprio come fa il *robo advice*, ha il potenziale per potenziare i servizi di consulenza finanziaria e ridimensionarne considerevolmente i costi. Ciò, potrebbe anche riuscire a rendere maggiormente semplice l’accesso alla consulenza da parte di investitori (famiglie e imprese) che attualmente non usano tali servizi, in special modo nel settore degli investimenti, dei finanziamenti e delle assicurazioni, dando loro la possibilità di gestire in maniera più efficiente il rischio finanziario.

La consulenza automatizzata non necessita di una prossimità geografica con il consulente e, per tale ragione, incoraggia l’accesso ai servizi e agli investimenti transfrontalieri, dando un notevole apporto all’unione dei mercati dei capitali e al mercato unico digitale.

Di fronte a tali benefici, vi sono anche taluni pericoli connessi ad una simile automatizzazione.

In particolare, la standardizzazione delle caratteristiche di profilo dei rischi tra i fornitori di consulenza finanziaria automatizzata potrebbe incoraggiare condotte di investimento pro-ciclico. Altresì, il consiglio automatizzato non deve pregiudicare la salvaguardia degli utenti e degli investitori e diminuire gli obblighi di informazione esistenti (ad esempio, in materia di remunerazione o di rischi).

Altra problematica concerne i pericoli di errori al momento della raccolta automatizzata di informazioni nonché l’attribuzione delle responsabilità in caso di danni economici, in quanto in un ambiente automatizzato può essere abbastanza arduo individuare l’attore responsabile e comprendere esattamente ciò che realmente non ha funzionato.

Anche dal lato domestico, è assai acceso l’interesse per la consulenza automatizzata.

Ci sono, infatti, talune piattaforme che sono state implementate, con approcci tra loro differenti, su iniziativa di intermediari indipendenti e di banche⁸⁷.

⁸⁷ Sabatini D., *Il robo advice sarà il servizio di consulenza del futuro?*, n. 5/2017, in www.bancariaeditrice.it

3.2. Applicazioni del *robo advisor*

In Italia i correntisti online si servono anche del servizio in filiale anche se prosegue ad aumentare la quota di coloro che prediligono gestire tutto a “distanza”.

Le prime tre motivazioni che spingono una persona ad aprire un conto on-line sono le condizioni maggiormente agevolate, l’indubbia comodità e la disponibilità di buoni regalo e di sconti su acquisti presso partner terzi (specialmente nell’ambito dell’e-commerce).

Le banche devono far fronte, nei loro sviluppi digitali, anche al problema concernente la poca fiducia che molti hanno nei confronti di tali evoluzioni.

Sulla scorta dei dati del *Trust Barometer* 2015, esse raggiungono uno scarso 50% della fiducia delle aziende, contro il 79% delle società tecnologiche. Il 75% dell’elettronica al consumo, il 68% dell’automotiva, il 66% degli operatori in cibo e bevande, il 63% delle telecomunicazioni e il 59% dell’energia.

Tutti questi dati, tuttavia, devono certamente far pensare sul lungo percorso che deve essere ancora percorso al fine di andare oltre l’approccio del mero home banking. Difatti, il contesto italiano vede il nostro Paese ancora una volta collocato nella fase c.d. di “on line bank in sviluppo”, lontane cioè dai maggiori operatori internazionali, oramai già nelle fasi di omnicanalità bancaria (ad esempio, come l’Inghilterra e la Francia), oppure persino di self banking (come l’Olanda o la Svezia).

Tra gli operatori nazionali che già operano su importanti volumi nell’*internet banking* o nel *trading on-line* o nei prestiti on-line (incluse le start-up), sono stati analizzati i business model e i numeri dei seguenti Operatori⁸⁸:

- Banca Sella, tra gli istituti italiani più attivi nell’ambito del money transfer, da molti anni primeggia nella ricerca sviluppo di soluzioni fintech. Ha attivato Hype, un conto di moneta elettronica che mette a disposizione un iban e una carta di pagamento virtuale, dotata di tecnologia contactless, per eseguire pagamenti di prossimità;
- Fineco, è un’evoluta banca diretta multicanale, molto redditizia rispetto ad una banca tradizionale, con asset finanziari superiore 64 miliardi e in costante crescita;

⁸⁸ Morandi F., Finini L., Morandi C. E., Come sviluppare una digital bank di successo. Un nuovo banking model, Egea, Milano, 2017.

- CheBanca!, è la banca del Gruppo Mediobanca dedicata al risparmio e agli investimenti, unisce le competenze sui mercati finanziari del gruppo, con forti componenti di innovazione digitale, di tipo omnicanale;
- Widiba, del Gruppo MPS, dispone di 600 consulenti finanziari e conta quasi 180 mila clienti, con circa 7 miliardi di masse gestite;
- Extrabanca, ha attivato alcuni chioschi digitali, celeri da installare, dove è possibile eseguire regolari attività di sportello, con funzionalità di video-conferenza, la firma digitale e la lettura ottica di documenti;
- Banco Bpm, ha lanciato Chat&Cash, un'applicazione di messaggistica che consente di scambiarsi denaro in tempo reale. Gli utenti di Chat&Cash potranno anche usare l'applicazione per poter effettuare acquisti presso gli esercenti abilitati del circuito Bemoov.

Vi sono anche una serie di operatori che possono essere definiti come degli utilizzatori o compratori nelle scelte dei finanziamenti, tra cui si ricordano i principali:

- Mutuonline
- Prestitutionline
- Facile.it
- SOSTariffe

In Italia sono disponibili anche valide piattaforme di consulenza finanziaria, si tratta dei cc.dd. *robo* o *tech-advisors* o *robo for advisor* (ossia, soluzioni che potenziano il ruolo del consulente finanziario) o *hybrid robo-advisor* (soluzioni digitali con supporti tipo i call center).

Le piattaforme italiane non escono molto bene dal confronto internazionale (europeo e statunitense), sia a livello di metodologie applicate, sia di basi dati di riferimento, sia di tecnologie di supporto, sia di integrazioni con altri supporti fintech (ad esempio il trading on line, lo smart reporting, la profilazione globale del cliente, e così via) sia di strategie di marketing cui sono supportate.

Tra le piattaforme possono evidenziarsi:

- Advise Only;
- Yellow Advice di Che Banca!
- SoldiExport;

- MoneyFarm;
- FundStore;
- Mind over money⁸⁹.

3.3. Il robo advisor in Italia

In Italia la *robo advisory* non ha avuto il medesimo successo come in altri Paesi. La figura sottostante mostra come nel nostro Paese le masse amministrative siano state molto minori rispetto alla media europea, che ammonta a 17 miliardi, e a quella americana, che oltrepasserà, in base alle stime di PWC, il trilione nel 2022.

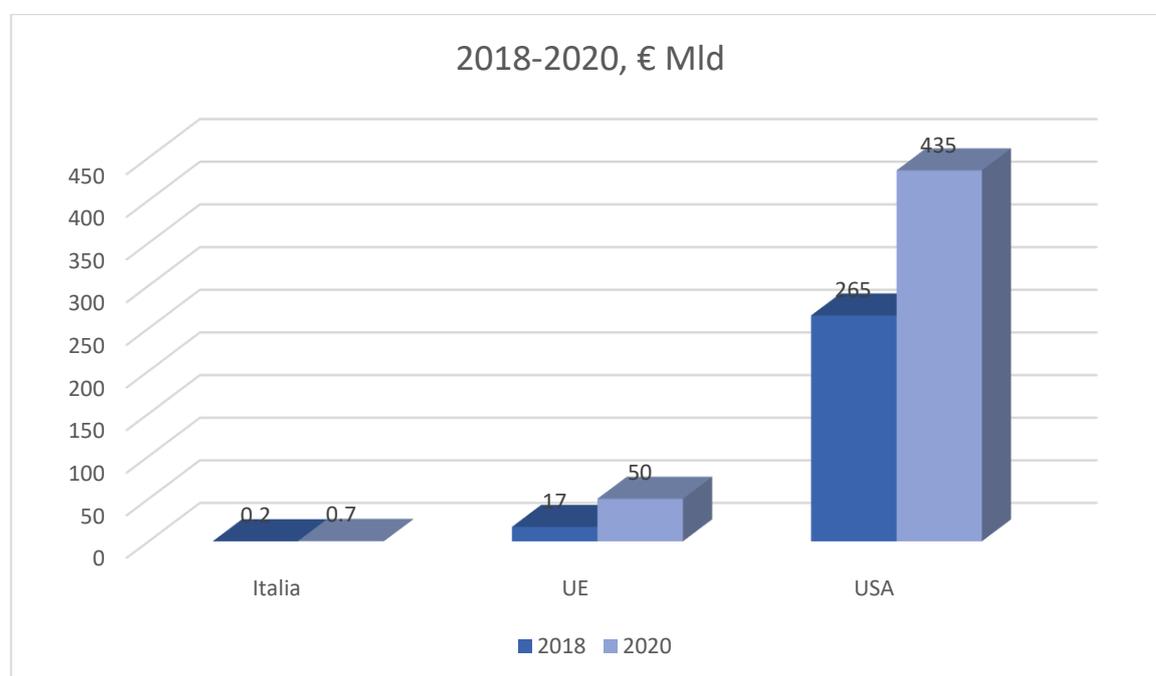


Figura 7 - Robo Advisory: un trend in crescita - Fonte: Finriskalert

la ragione di un tale ritardo nell'adozione di un servizio così nuovo e utile per i risparmiatori deve individuarsi, verosimilmente, secondo Panebianco, partner di PWC, nel basso livello di istruzione finanziaria degli italiani⁹⁰.

Secondo l'OCSE, l'educazione finanziaria è:

⁸⁹ Morandi F., Finini L., Morandi C. E., op. cit.

⁹⁰ D'angerio V., Il Robo-advisor non sfonda: manca cultura finanziaria, Sole24Ore, febbraio 2018.

“il processo attraverso il quale consumatori e investitori migliorano le proprie capacità cognitive circa prodotti, concetti e rischi in ambito finanziario e, grazie a informazioni, istruzione e/o consigli imparziali, sviluppano le abilità e la fiducia nelle proprie capacità per diventare maggiormente consapevoli delle opportunità e dei rischi finanziari, per fare scelte informate, per sapere dove andare in caso di necessità e per intraprendere altre iniziative efficaci per migliorare il proprio benessere finanziario”⁹¹.

Stando alle più importanti indagini internazionali sulla *financial literacy*, infatti, il nostro Paese non è in grado di posizionarsi nelle prime posizioni internazionali ed europee, anzi a livello europeo si trova ben al di sotto della media. La S&P Global FinLit Survey risalente al 2015, indagine condotta da Standard & Poor su più di 140 paesi al fine di conteggiare il livello globale di alfabetizzazione finanziaria, mostra (figura 8) come solo il 30% degli italiani può considerarsi educato dal punto di vista finanziario.

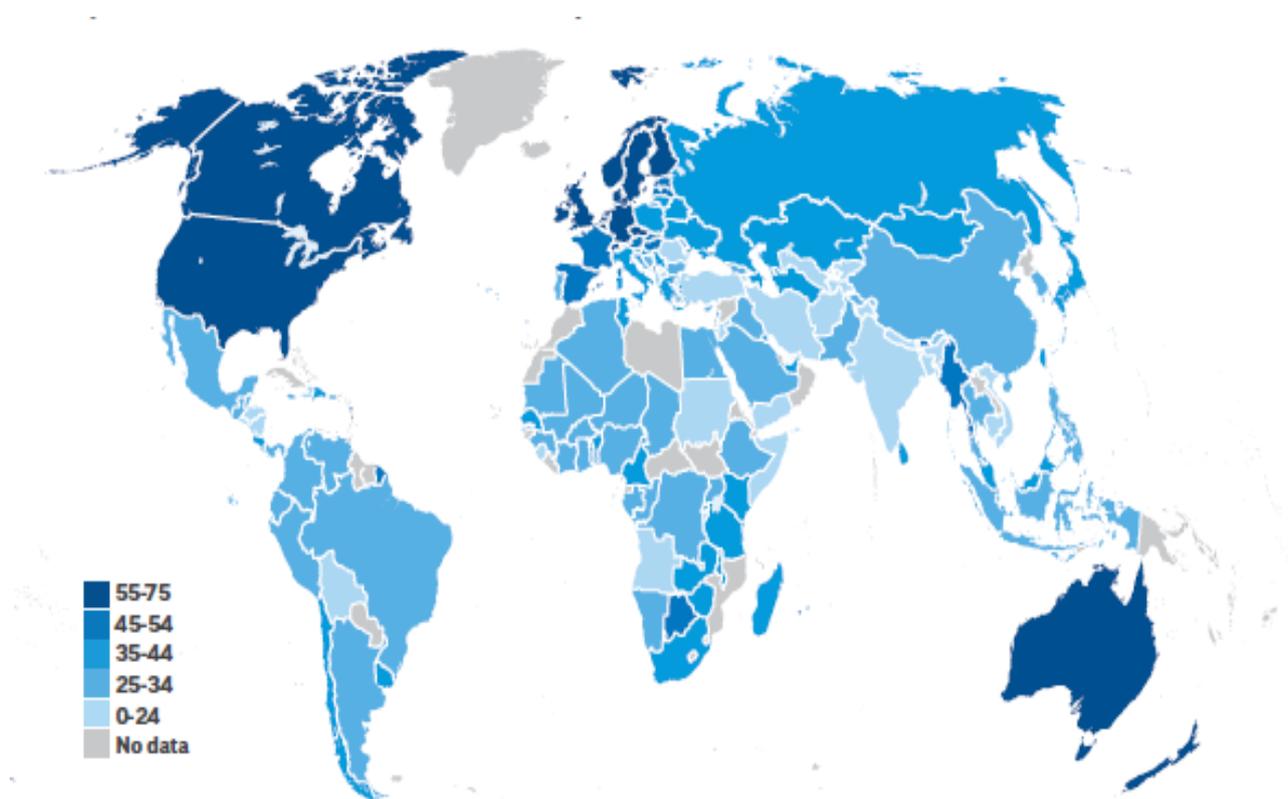


Figura 8 - Percentuale di persone adulte che sono finanziariamente educate nel mondo - Fonte: S&P Global FinLit Survey

⁹¹ OCSE, Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness, 2005.

La medesima indagine prende poi in considerazione anche la situazione europea, evidenziando come il Nord sia contrassegnato da livelli di alfabetizzazione finanziaria assai maggiori rispetto al resto d'Europa, con l'Italia collocata in penultima fascia su 6 (Figura 9).

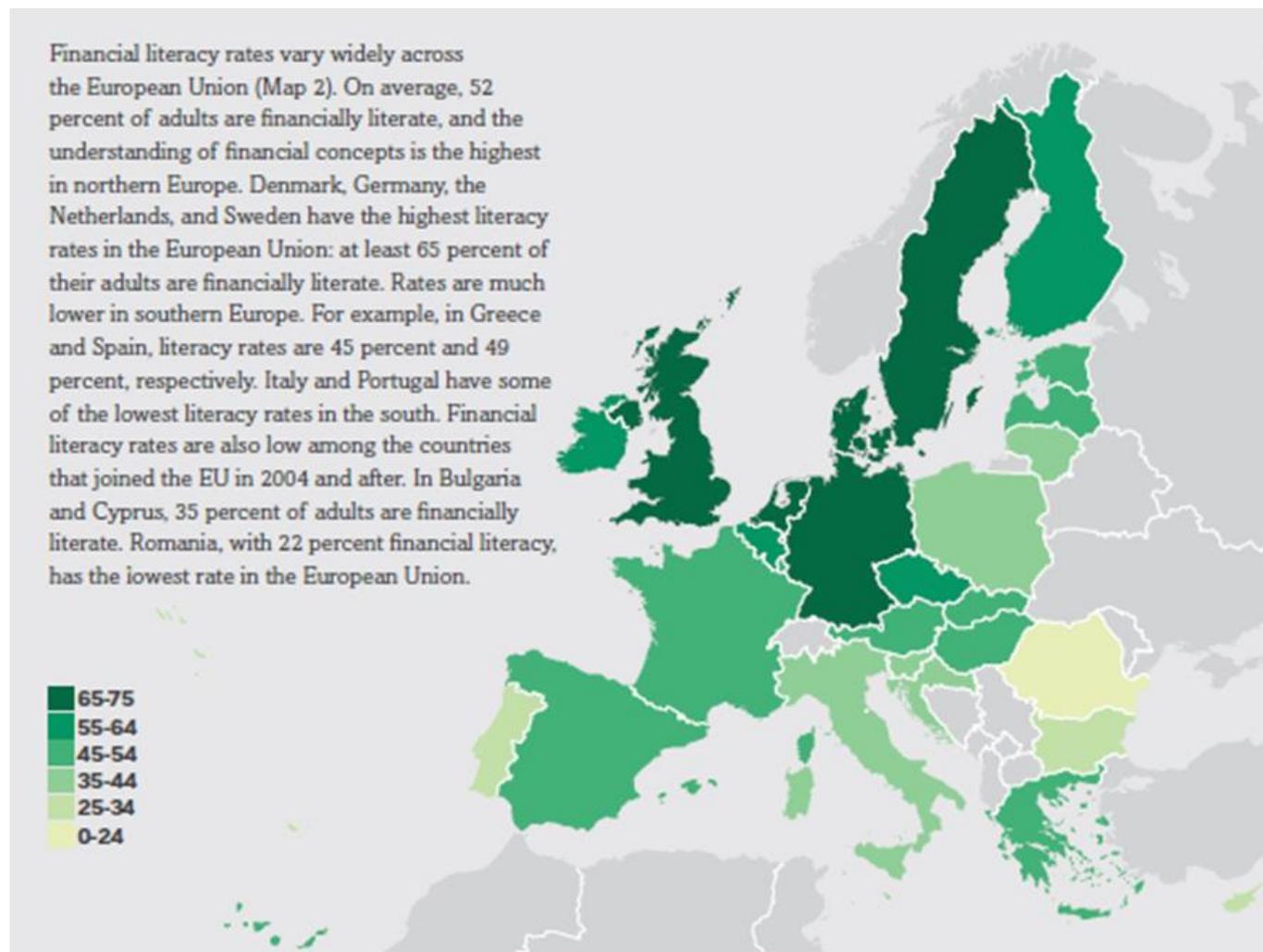


Figura 9 - Percentuale di persone adulte che sono finanziariamente educate in Europa - Fonte: S&P Global FinLit Survey

Risultati analoghi emergono dal *Programme for International Student Assessment (PISA) 2015*, indagine dell'OCSE sulle conoscenze finanziarie dei ragazzi quindicenni in 15 paesi⁹².

⁹² I paesi sono: Cina, Russia, Lituania, Perù, Brasile Australia, Belgio fiammingo, Province canadesi, Cile, Italia, Paesi Bassi, Polonia, Repubblica Slovacca, Spagna e Stati Uniti (ultimi dieci facenti parte dell'OCSE).

Sebbene possano individuarsi alcuni miglioramenti rispetto all'indagine del 2012, i giovani studenti italiani si collocano decisamente sotto la media dei paesi dell'OCSE nel momento in cui di devono adottare decisioni di natura finanziaria.

Mediamente, solamente il 6,9% degli studenti riesce a conseguire il rendimento maggiore, che è strettamente connesso all'area geografica di appartenenza (i ragazzi che giungono dalle regioni nordiche conseguono mediamente migliori punteggi) e alla scuola frequentata (i ragazzi che frequentano i licei hanno maggiori possibilità di conseguire migliori risultati).

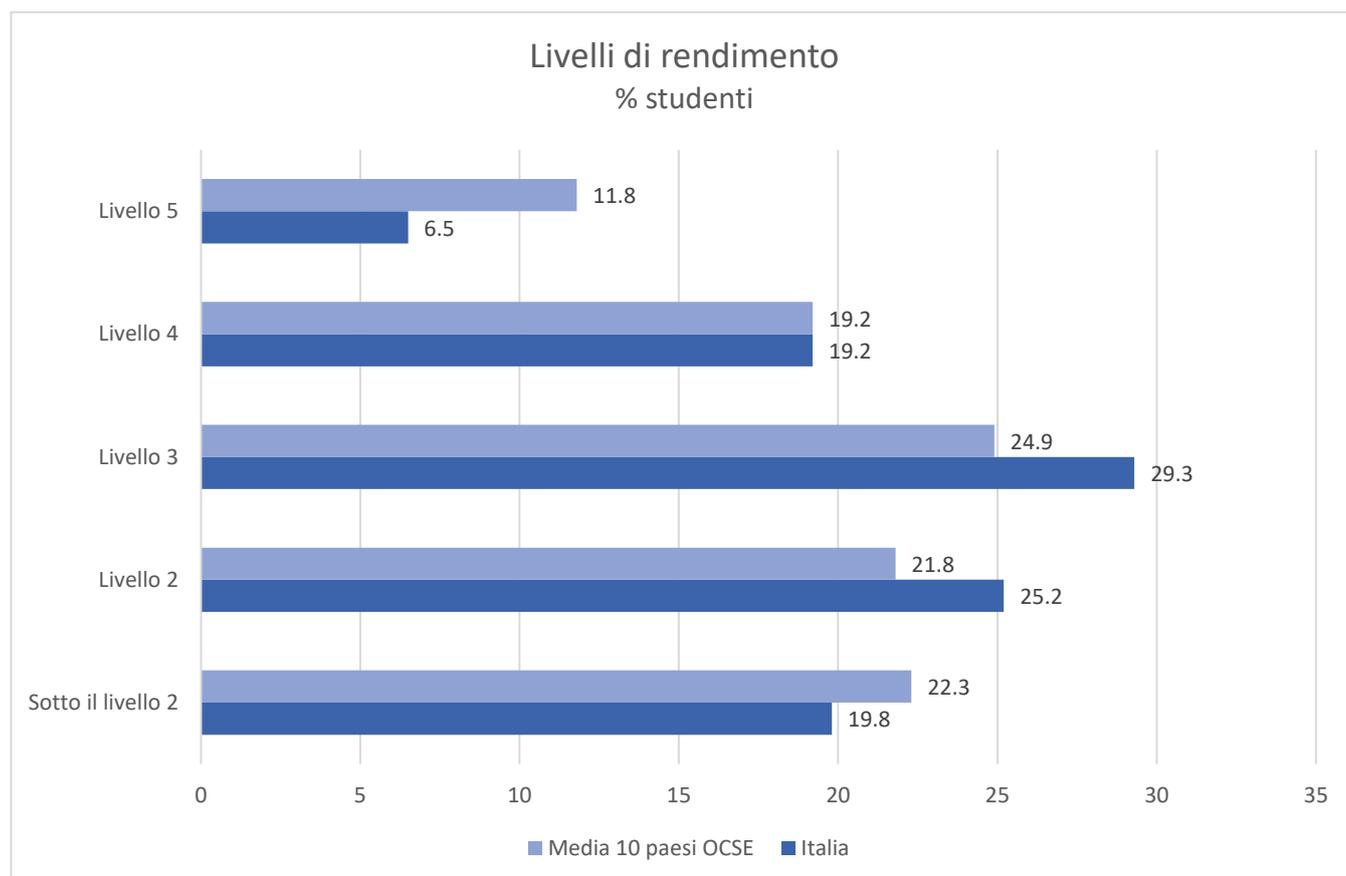


Figura 10 - OCSE, Database PISA FL 2015, elaborazioni INVALSI

Il livello di alfabetizzazione finanziario risulta essere, secondo molti studi⁹³, una variabile assai rilevante nella vita di ognuno, avendo una serie di contraccolpi sia a livello micro, nelle scelte che le persone eseguono giornalmente, che a livello macroeconomico, nello sviluppo di un paese e del relativo mercato.

Vari studi dimostrano come le persone che possiedono uno scarso livello di istruzione finanziaria affrontano maggiori costi nel corso della propria vita (dal numero più elevato di debiti, dal pagamento di commissioni ed interessi maggiori).

In special modo, ciò che emerge da tali studi e da tali statistiche è che gli individui con un importante livello di alfabetizzazione presentano maggiori probabilità di non compiere errori banali nell'effettuare determinate scelte finanziarie piuttosto che altre, rispetto a coloro che invece hanno un minor livello da questo punto di vista, quantunque ciò tale correlazione non comporta necessariamente che un individuo con maggiore istruzione debba per forza compiere le scelte esatte. Infatti, non pochi sono i casi di persone che, pur avendo molta esperienza in tale settore, compiono degli errori. A livello macro, poi, coloro che hanno più istruzione, palesano un tasso di partecipazione ai mercati sicuramente maggiore, un livello di sopportazione del rischio più elevato e una maggiore attitudine alla sua diversificazione.

3.4. Alcuni case studies

La rivoluzione è iniziata da tempo.

La tecnologia sta evidentemente cambiando il panorama finanziario e la concorrenza diventa sempre più agguerrita. Oltre agli istituti di credito emergono società che inseriscono innovative modalità di gestione del denaro: le startup qualificate soprattutto nell'ambito dei servizi finanziari, nate a cavallo del 2008, hanno fatto dell'innovazione tecnologica il loro cavallo di battaglia.

Sono nati servizi differenti da quelli a cui eravamo abituati, servizi trasversali che hanno certamente contribuito alla ridefinizione degli standard di mercato, andando a condizionare notevolmente la medesima offerta bancaria. Ecco, quindi, che negli ultimi tempi hanno iniziato a fare la loro prima comparsa su tale panorama i primi servizi ibridi che, quantomeno in teoria, sembrano essere destinati a modificare totalmente

⁹³ A tal proposito si veda, tra i tanti, Lusardi A., Mitchell O.S., Financial literacy and planning: Implications for retirement wellbeing (No. w17078). National Bureau of Economic Research, 2011; Bernheim B. D., Garrett D. M., Maki D.M., Education and saving: The long-term effects of high school financial curriculum mandates. *Journal of public Economics*, 80(3), 2001, pp. 435-465; Lusardi A., Mitchell O.S., The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence, *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, vol. 52(1), pages 5-44, March 2014; van Rooij M., Lusardi A., Alessie R., Financial Literacy and Stock Market Participation; National Bureau of Economic Research Working Paper 13565, 2007.

la modalità di fare banca. Gli istituti di credito hanno iniziato a testare differenti modalità per la gestione dei soldi, offrendo questi servizi a volte in partnership con le medesime fintech che li hanno creati.

Un classico esempio di questo nuovo modo di gestire il settore finanziario è fornito, per l'appunto, da tali piattaforme di *robo advisory*. Forme più o meno robotizzate di gestione degli investimenti che, per mezzo di piattaforme virtuali, suggeriscono portafogli di investimento sulla scorta di algoritmi proprietari.

Occorre, in ogni caso, dire che la prima comparsa dei consiglieri robot viene fatta risalire ai primi anni della crisi finanziaria, negli Stati Uniti.

Anche l'Italia possiede la sua fetta, sebbene ancora piuttosto circoscritta, di mercato.

Di seguito verranno riportati alcuni esempi.

- ***Moneyfarm***

Moneyfarm è una Società d'Intermediazione Mobiliare (SIM) italiana, autorizzata dalla CONSOB e FCA, che gestisce in automatico i soldi dei risparmiatori iscritti grazie a un *robot advisor* (il primo in Italia). Nel 2020 si è nuovamente confermata il miglior servizio di consulenza ottenendo il riconoscimento dell'Istituto Tedesco di Qualità e Finanza, è stata anche premiata come Miglior servizio finanziario. La società offre agli investitori sette portafogli diversificati, gestiti da un'intelligenza artificiale sotto il controllo di un team di esperti finanziari.

La piattaforma è riuscita a conquistarsi il panorama europeo aprendo il suo servizio anche nel Regno Unito e in Germania. I rendimenti sono incoraggianti e i costi di gestione chiari e senza sorprese. Aprire un conto in Moneyfarm è gratis, come anche la cancellazione, sebbene richieda un deposito minimo pari a 5.000 euro.

Tuttavia, come ogni investimento online (trading, criptovalute, crowdfunding, ecc.), occorre sempre assicurarsi che il gestore del servizio sia affidabile e il sistema non si palesi come una truffa ben architettata⁹⁴.

Come ogni piattaforma, Moneyfarm presenta senza dubbio aspetti positivi e negativi. Certamente, a parere dello scrivente, un primo aspetto che si deve evidenziare, anche in ragione di una mia personale esperienza, Moneyfarm tutela l'utente da investimenti rischiosi o di mero interesse, rendendo il servizio il più possibile autonomo e imparziale. Il servizio, altresì, identifica l'utente assegnandogli uno dei sette gradi di rischio in maniera tale da poter operare nel suo esclusivo interesse. Inoltre, non posso non evidenziare i costi che, oltre ad essere trasparenti, sono anche tra i più bassi rispetto alle altre alternative o broker finanziari. Infine, e non

⁹⁴ Roboadvisor, in www.moneyfarm.com

per ordine di importanza, sia l'iscrizione sia la cancellazione della piattaforma sono gratuite e non celano alcuna penale.

Invece, la parte che a mio avviso può essere definita “negativa” di tale servizio è che il capitale è soggetto (ma come è anche ovvio che sia) a rischio di perdita. Moneyfarm, infatti, non è un coto deposito e non può essere considerato come tale: sebbene i rendimenti reali siano buoni, il capitale in ogni caso resta esposto al rischio. Inoltre, non posso tralasciare che non tutti vedono di buon occhio (me compreso) l'investimento minimo occorrente (fissato a 5.000 euro) che viene richiesto al momento “dell'entrata”.

- **Blackrock**

Blackrock Robo Advisor, nato nel 2000, è uno dei migliori e più popolari consulenti “virtuali”, prodotto dell'Era Fintech che permette agli investitori di automatizzare il processo di *asset allocation* e di gestione del risparmio.

Offre un eccellente servizio di pianificazione finanziaria e di gestione del risparmio in tutto il mondo.

Blackrock espleta la funzione di *Financial Advisor* digitale e gestisce quasi \$ 6 trilioni di risorse economiche.

Rispetto al suo acerrimo competitor *Vanguard*, *Blackrock* si distingue dalla concorrenza per offrire servizi di elevato valore aggiunto, funzionalità maggiormente avanzate ed un'app intuitiva capace di gestire portafogli. Inoltre, la piattaforma virtuale offre un servizio di consulenza personalizzato che gli altri *robo advisors* non riescono ad offrire.

Tutti questi servizi di elevato valore aggiunto offerti da *Blackrock Robo Advisor* prevedono l'applicazione di commissioni e condizioni economiche assai più elevate rispetto a quelle della concorrenza.

Grazie ad un deposito di \$ 10.000 (che indubbiamente costituisce il lato negativo di tale prodotto) si può gestire tutto il portafoglio di investimenti in maniera del tutto automatica, celere ed efficiente. Ben recensita è anche la versione free che dà la possibilità al risparmiatore di connettere tra loro tutti i conti finanziari e di investimento, a prescindere dalla loro apertura.

Tra i migliori prodotti finanziari che *Blackrock* offre, si possono distinguere gli ETF e i fondi indicizzati che aiutano ogni investitore a differenziare il proprio portafoglio e a beneficiare di minori oneri e costi di intermediazione applicati rispetto ad altri asset⁹⁵.

- **Vanguard**

⁹⁵ Recensione Blackrock Robo Advisor, in www.roboadvisoritalia.com

Come anticipato poco sopra, anche *Vanguard* è considerato un vero e proprio colosso nell'ambito della gestione degli investimenti. I capitali che vengono gestiti superano i \$ 51 miliardi. *Vanguard* ha rivoluzionato il settore degli investimenti offrendo una serie di *Index funds*, ovvero dei fondi di investimento a gestione passiva, a costi molto bassi. Uno degli ultimi servizi offerti è quello di Consulenza Personale. Non viene offerto solamente un servizio di *robo advisor*, bensì anche una piattaforma ibrida mediante la quale è possibile fare un investimento automatizzato e al contempo controllato da un consulente 'reale'.

Relativamente al deposito minimo, diversamente dagli altri, *Vanguard* richiede un investimento minimo piuttosto elevato pari ad almeno \$50.000 (in ragione del fatto che, come detto sopra, oltre ad esserci una consulenza automatizzata vi è anche la presenza di soggetti in carne e ossa) e le commissioni di circa \$150 l'anno, un costo molto inferiore rispetto a quello imposto dai sistemi tradizionali di investimento. Le commissioni addebitate dal servizio di Consulenza Personale *Vanguard* sono dello 0.30% sui conti in gestione⁹⁶.

- ***Tinaba: al via il servizio di robo advisory con Banca Profilo***

Tinaba e Banca Profilo hanno annunciato nel 2018 il lancio del nuovo servizio, disponibile per tutti gli utenti, di gestione patrimoniale. Tinaba sin da subito, ha previsto una soglia di investimento iniziale accessibile nonché costi di gestione contenuti.

Tinaba con Banca Profilo rende possibile l'accesso a un servizio di gestione professionale dei propri investimenti fino ad oggi riservato unicamente ai possessori di grandi patrimoni, sviluppando in tal modo il *private banking*, settore da sempre contrassegnato da una scarseggiante capacità di innovazione.

Una delle peculiarità del servizio di Tinaba Banca Profilo è la semplicità: il cliente, dopo aver risposto ad alcune domande in merito alle proprie abitudini di risparmio, potrà scegliere il profilo di investimento che meglio si confà ai suoi bisogni e con il rapporto rischio/rendimento ottimale; la scelta è possibile tra otto portafogli, ognuno dei quali è contraddistinto da un peso differente per ognuna delle *asset class* che lo compongono.

La soglia di investimento minima di due mila euro è stata scelta per dare accesso a un ampio numero di investitori, anche tra i più giovani.

Le commissioni di gestione stabilite sono dell'1,0% fino a 19.999 euro di capitale investito e dello 0,7%, a scendere, oltre questa soglia.

⁹⁶ Recensione Vanguard Personal Advisor, in www.roboadvisor.com

Il nuovo servizio rende più agevole risparmiare, permettendo di eseguire ulteriori apporti mensili anche di piccola entità (a partire da 50 euro) e lascia molta libertà di evoluzione delle proprie scelte di investimento, consentendo di cambiare la tipologia di portafoglio prescelto in qualunque momento. Il cliente ha la possibilità di effettuare disinvestimenti parziali o totali ogni volta che lo ritiene opportuno con riaccredito entro le successive 48 ore.

Il modello di servizio di Tinaba palesa i suoi tratti basilari nella tecnologia, nella sicurezza, nella solidità e nella semplicità d'impiego.

I clienti Tinaba potranno investire i propri risparmi facendo conto sulla solidità e sull'autonomia di Banca Profilo, istituto bancario che vanta, con il 23,9% di Core Tier 1, uno dei più alti coefficienti di patrimonializzazione a livello europeo.

Matteo Arpe, fondatore di Tinaba, ha dichiarato: *“Con il lancio del servizio di Robo Advisory abbiamo realizzato un altro obiettivo di Tinaba che consisteva nel rendere accessibili, tramite la tecnologia, i servizi di private banking ad una vastissima platea di risparmiatori, servizi fino ad oggi riservati solo a coloro che detengono grandi patrimoni”*⁹⁷.

Fabio Candeli, amministratore delegato di Banca Profilo ha aggiunto: *“Grazie alla partnership con Tinaba, di cui Banca Profilo detiene il 5% del capitale, innoviamo ulteriormente il nostro modello affiancando a quello tradizionale un servizio in grado di raggiungere un target più ampio che include anche i millennial”*⁹⁸.

Il lancio delle gestioni patrimoniali raffigura per Tinaba un altro rilevante passo in avanti verso un'offerta globale per la gestione del denaro. Tinaba riesce, in tal modo a consolidare, il proprio collocamento e divenire così la prima fintech italiana capace di offrire in una sola app servizi bancari, di trasferimento *peer-to-peer*, un evoluto sistema di pagamenti, *charity* e *crowdfunding*⁹⁹.

- **Robo Advisor in CheBanca!**

CheBanca! ha lanciato *Yellow Advice*, il primo *robo advisor* bancario in Italia.

Diversamente da quanto è stato finora immesso nel mercato, *yellow advice* sarà disponibile sia al consulente bancario che a tutta la clientela retail, con soglie di investimento a partire da 20.000 euro, una tecnologia avanzata di *web collaboration* per la consulenza da remoto e una piattaforma aperta a tutti con strumenti volti ad educare finanziariamente l'utente.

⁹⁷ Riccio S., Tinaba lancia Robo Advisory via app, in www.lastampa.it

⁹⁸ Ibidem.

⁹⁹ Tinaba: al via il servizio di Robo Advisory con Banca Profilo, in www.bancaprofilo.it

L'accesso al servizio di *advisory* sarà completamente multicanale”. Ciò sta a significare che il cliente avrà la possibilità di gestire il proprio portafoglio in maniera del tutto autonoma, o con l'aiuto di un esperto via telefono, via web o in una filiale della banca.

“Con *Yellow Advice* abbiamo voluto rendere disponibile a tutti un servizio di consulenza ad oggi limitato al mondo delle banche private”, ha commentato Roberto Ferrari, direttore generale di CheBanca!

Secondo Ferrari, si tratta di un modello di consulenza digitale che presenta tutte le potenzialità indispensabili per cambiare radicalmente l'universo del risparmio gestito:

“Ad oggi oltre il 35% dei nostri clienti infatti accede al mondo del risparmio gestito esclusivamente online, segno che, con gli strumenti giusti il cliente può imparare a gestire autonomamente anche i prodotti di investimento più articolati. Un dato più che promettente se consideriamo che il bacino di crescita è ancora ampio e ‘inesperto’”.

Secondo l'ultima edizione del CheBanca! *Digital Banking Index*, l'osservatorio che misura la digitalizzazione dei servizi bancari nel nostro Paese, oltre la metà dei correntisti online in Italia con un dossier titoli (2,3 milioni di individui) ha effettuato investimenti online, e di questi solo il 12% sostiene di essere a conoscenza, anche solo minimamente, dell'esistenza della *robo advisory*¹⁰⁰.

Il funzionamento del *robo advisor* CheBanca! non si discosta molto dagli altri servizi di consulenza finanziaria personalizzata. *Yellow Advice*, infatti, consente al proprio cliente di scegliere gli obiettivi di investimento (tra la crescita del capitale e l'integrazione del reddito): ad ogni obiettivo, pertanto, andrà ad associarsi un portafoglio ideale.

I portafoglio-modello vengono rivisti regolarmente ogni tre mesi, eccetto i casi in cui le condizioni di mercato non dispongano un ribilanciamento più frequente.

L'investimento, tuttavia, non è automatico: trattandosi di un regime di semplice consulenza, tutte le operazioni di acquisto e di vendita che vengono consigliate dal *robo advisor* devono poi essere autorizzate e confermate dal cliente, in maniera autonoma o con il supporto di un operatore, in filiale o in modalità remota.

Il servizio del *robo advisor* CheBanca ha un costo di 0,3% sugli importi investiti, con un tetto massimo di 2.000 euro. In cambio, oltre all'organizzazione e al controllo dei portafogli – modello, viene data anche la possibilità di disporre del supporto del gestore e di un sistema di reportistica con cadenza settimanale.¹⁰¹

¹⁰⁰ CheBanca! lancia il primo robo advisor bancario italiano, in www.citywire.it

¹⁰¹ Rossi R., Robo advisor CheBanca: conoscere Yellow Advice, in www.roboadvisoritalia.it

Sicuramente, a parere dello scrivente, si tratta di un servizio estremamente comodo perché consente, anche ai meno esperti, di risolvere taluni problemi che, diversamente, troverebbero risoluzione solamente recandosi fisicamente in filiale (e come si sa, le filiali di CheBanca!, sebbene siano aumentate negli ultimi tempi, non sono molte, e richiedono, pertanto, spostamenti che alle volte sono improbabili da fare).

Tuttavia, non posso non tener conto anche del fatto che tali servizi avvantaggiano sicuramente il mondo dei *Millenials* e meno quello delle persone adulte che hanno meno elasticità nel passare dal contatto fisico con il professionista che lavora in banca a quello meramente virtuale tramite lo schermo di un computer o di uno smartphone.

- ***Robo advisor in Widiba***

Widiba definisce "*un nuovo benchmark sul fronte della relazione*" tra consulente e cliente la piattaforma Wise proprietaria di *robo-for-advisor* che la rete di Banca Monte dei Paschi di Siena ha lanciato in vista della MiFID 2.

Il nome ha origine dalla radice di Widiba - *Wise DIalog BA*nk.

Con il lancio di Wise la banca si propone di accrescere l'attività dei propri consulenti finanziari a consulenti, offrendo loro una serie di percorsi certificati in maniera tale da rendere i clienti consapevoli delle loro esigenze e dei loro investimenti, e dotandoli di uno strumento di "*intelligence*" a loro supporto.

I servizi della piattaforma sono al servizio di tutto l'intero ciclo di lavoro del consulente. La logica di *robo-for-advisor* ha intenzione di supportare il consulente in tutte le dimensioni del suo rapporto: dalla profilazione del cliente alla realizzazione dei portafogli, dall'esecuzione automatica degli ordini al controllo continuo nel tempo. Una sola piattaforma integrata con tutti gli strumenti gestionali, disponibile anche in mobilità, con un'interfaccia semplice e che viene aggiornata in tempo reale.

Ciò permetterà ai consulenti finanziari di conoscere il cliente in maniera ancor più profonda, al fine di poterlo supportare nelle sue scelte e monitorare i risultati nel tempo.

Il percorso multi-stream si suddivide in quattro ambiti.

1. *Life intelligence*: un approccio che ha inizio da un *profiling*, anche predittivo attraverso l'uso di fenotipi e big data, diretto a comprendere esigenze e obiettivi del cliente e potergli in tal modo offrire un piano il più possibile sostenibile e individualizzato, con allocazione della ricchezza per bisogni. Il percorso integra lo studio immobiliare e gli asset finanziari presso terzi, in modo da avere sotto controllo l'area complessiva;

2. *Global Advice*: il robot personale a disposizione del consulente per la formazione dei portafogli. Rende possibile l'elaborazione di soluzioni di *asset allocation* automatizzate e sempre personalizzabili, e di eseguire analisi e simulazioni in tempo reale di portafoglio in termini di rischio, rendimento e aderenza agli obiettivi;
3. *Execution Hub*: lo strumento automatizzato utile per la gestione degli ordini con la massima efficienza operativa, con la firma grafometrica e integralmente *paperless*.
4. *Analytics & Domotics*: strumenti integrati di controllo per una gestione globale di ogni singolo cliente e dell'intero portafoglio, per avere sempre il quadro della situazione aggiornato gestendo il quotidiano e programmando il futuro¹⁰².

¹⁰² Widiba internalizza il robo-for-advisor, "Un nuovo benchmark sul fronte della relazione" tra consulente e cliente. Così Widiba definisce Wise, la piattaforma proprietaria di robo-for-advisor, in www.citywire.it

Conclusione

Da quanto si è potuto dedurre dalla stesura di tale elaborato, i *Robo Advisors* raffigurano l'ultima generazione di consulenti finanziari nati nel 2008 in America, a seguito della rivoluzione digitale che sta oramai da tempo riguardando tutta l'industria del risparmio ed il mercato dei servizi di gestione del risparmio.

I *robo advisor*, infatti, sono un servizio web per la gestione di un portafoglio finanziario che facilitano la realizzazione di un portafoglio di investimenti, individualizzato e adeguato al contesto di ogni singolo individuo. Ogni persona grazie al *robo advisor* riesce a gestire i risparmi senza il support di un 'reale' consulente finanziario.

I *robo advisor*, quindi, sono piattaforme assai sofisticate che espletano un rilevante ruolo di consulenza nella realizzazione e gestione del portafoglio.

Come si è potuto denotare dalla lettura di questa tesi, in Italia il *robo advisor*, sebbene con molta lentezza rispetto agli altri Paesi, sta a mano a mano divenendo una realtà per gli investitori, specialmente tra i giovani che hanno maggiore dimestichezza con l'universo online.

Grazie alla loro semplicità di utilizzo, i *robo advisor* potranno offrire ai risparmiatori la possibilità di amministrare e tenere sotto controllo il rendimento proveniente dai propri investimenti direttamente dalla propria abitazione, mediante il pc o lo smartphone.

Come già evidenziato nel capitolo che precede tale conclusione, a mio avviso, e anche da quanto ho potuto ricavare rispetto all'esperienza vissuta, i *robo advisor* consentono ai risparmiatori di usufruire di un'esperienza smart e comoda. Inoltre, e non è cosa assolutamente da sottovalutare, i costi di intermediazione sono percepiti come di molto inferiori rispetto a quelle che vengono applicate dai consulenti 'in carne e ossa'.

Tutto ciò consente, inevitabilmente, una maggiore fidelizzazione, specialmente, dei nativi digitali o dei cc.dd. Millenials i quali si dimostrano assai restii nell'affidare i propri risparmi nelle mani di un consulente finanziario 'umano'.

Bibliografia e riferimenti sitografici

- Accenture Consulting, The new face of wealth management in the era of hybrid advice, 2017, in www.accenture.com
- Armstrong P. (Senior Risk Analysis Officer, Innovation and Products Team, ESMA), Financial Technology: The Regulatory, 27 September 2016, in www.esma.eu
- Badkar M., Why Robo Advisors Aren't A Threat To Traditional Advisors, <http://businessinsider.com>, 14 aprile 2014.
- Barbaresco G., Banks back from 2008 near-death experience?, Financial Times 26 luglio, Area Studi Mediobanca, in www.mbres.it
- Bruckenstein J., Robo advisors, digital advice and the future of the advisory business, 9 maggio 2017, in www.marketwatch.com
- Chrishti S. –Puschmann T. (edited by), The WealthTech Book. The FinTech Handbook for Investors, Entrepreneurs and Finance Visionaries, 2018.
- Collins J.M., A Review of Advice Models and the Take-Up of Financial Advice, University of Wisconsin-Madison, Center for Financial Security, working paper, 2010.
- CONSOB (anni vari), Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, in <http://www.consob.it/web/area-pubblica/report-famiglie>;
- CONSOB (anni vari), Risk outlook, in www.consob.it
- CONSOB, La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari – Quaderni FinTech — 3/2019
- D'angerio V., Il Robo-advisor non sfonda: manca cultura finanziaria, Sole24Ore, febbraio 2018.
- Evolution of the Automated Advisors, 2016, in <https://www.capgemini.com>.
- Financial Stability Implications from FinTech. Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention del 27 giugno 2017, in www.fsb.org
- Financiallounge, La tecnologia mette fuori gioco i consulenti finanziari, in www.financiallounge.com, 31 ottobre 2014.

- Froidure A., Tognoni R., Warner S., Trends in the US wealth management market. What lessons can be drawn for Europe and the UK?, January 2016, in www.reply.com
- Garvia L., Towards a taxonomy of roboadvisors, 2018, in <https://repositorio.comillas.edu>
- Hallman G.V. e Rosenbloom J., Private Wealth Management: The Complete Reference for the Personal Financial Planning, The Wharton School, McGraw Hill Professional, 2014.
- Innovative technology in financial supervision (suptech) – the experience of early users, by Dirk Broeders and Jermy Prenio, July 2018, reperibile su <https://www.bis.org/fsi/publ/insights9.pdf>.
- IOSCO ResearchReport on Financial Technologies (FinTech), reperibile su www.iosco.org
- Kahneman D. e Rieppe M.W., Aspects of investor Psychology, The Journal of Portfolio Management, 1998.
- Liberto D., Scepticism reins over automated advice, in www.ftadviser.com, 10 settembre 2014.
- Malverti E., Bulgarelli D., Villa G., FinTech. La finanza digitale. Strategie di investimento con i roboadvisor, Hoepli, Milano, 2018.
- Maude D., Global Private Banking and Wealth Management: The New Realities, Wiley Finance, 2010.
- Moloney N., How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK, Cambridge University Press, 2010.
- Morandi F., Finini L., Morandi C. E., Come sviluppare una digital bank di successo. Un nuovo banking model, Egea, Milano, 2017.
- Moyer L., Taking Sock of Automated Financial Advisers, in www.wsj.com, 8 agosto 2014.
- OCSE, Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness, 2005.
- Oriani M. e Zanaboni B. (a cura di), Conoscere il Private Banking, Bancaria Editrice, Roma, 2008.
- Palmerini E., Aiello G., Cappelli V., Morgante G., Amore N., Di Vetta G., Fiorinelli G., Galli M., Il FinTech e l'economia dei dati, Quaderni FinTech, CONSOB, 2018.
- Paracampo M. T., FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari, Giappichelli, Torino, 2017.
- Phoon K., Koh F., Robo Advisors and Wealth Management, in The Journal of Alternative Investments, Winter, 2018.

- Pia P., *La consulenza finanziaria automatizzata*, FrancoAngeli, Milano, 2017.
- Prosperetti E., *Algoritmi dei Big Data. Temi regolamentari, responsabilità, concorrenza*, in *Informazione e Big Data tra innovazione e concorrenza*, a cura di V. Falce, G. Ghidini, G. Olivieri, Giuffrè, 2018.
- *Rapporto sull'e-banking. Internet banking in Europa: il passo lento dell'Italia*, in www.bemresearch.it
- *Recensione Blackrock Robo Advisor*, in www.roboadvisoritalia.com
- *Recensione Vanguard Personal Advisor*, in www.roboadvisor.com
- *Report prepared by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System (CGFS) and the Financial Stability Board (FSB)*, pubblicato assieme a Bank for International Settlements (BIS), in www.fsb.org
- Riccio S., *Tinaba lancia Robo Advisory via app*, in www.lastampa.it
- *Roboadvisor*, in www.moneyfarm.com
- Sabatini D., *Il robo advice sarà il servizio di consulenza del futuro?*, n. 5/2017, in www.bancariaeditrice.it
- Salo M., Haapio H., *Robo-advisors and investors: enhancing humanrobot interaction through information design*, 2017, in <https://papers.ssrn.com>
- Scolari M., *Il valore della consulenza finanziaria*, in www.asconsim.it, 2014.
- Singh I. – Navjot, *Wealth management through robo advisory*, in *International Journal of Research - Granthaalayah*, Vol. 5, June 2017.
- Sinha A., *Increasing the Efficiency and Effectiveness of Financial Advice with RoboAdvisors*, with paper, INFOSYS.
- Sironi P., *FinTech Innovation. From Robo Advisors to Goal Based Investing and Gamification*, Wiley, 2016.
- *The expansion of Robo-Advisory in Wealth Management*, 2016, in www2.deloitte.com.
- *Tinaba: al via il servizio di Robo Advisory con Banca Profilo*, in www.bancaprofilo.it
- *Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey. Final Report, FR15/2016*, December 2016, in www.iosco.org

- Widiba internalizza il robo-for-advisor, "Un nuovo benchmark sul fronte della relazione" tra consulente e cliente. Così Widiba definisce Wise, la piattaforma proprietaria di robo-for-advisor, in www.citywire.it
- Zitiello L., Mocchi F., "La consulenza finanziaria in materia di investimenti: profili giuridici", Quaderno Assiom-Forex, n. 3, 2014.

Dipartimento
di economia e finanza

Cattedra Specifica
DIRITTO DEI MERCATI E DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

Fintech e robo advisor: l'offerta di consulenza automatizzata (Abstract)

Prof.ssa Mirella Pellegrini

RELATORE

Prof.ssa Paola Lucantoni

CORRELATORE

694201

CANDIDATO

Anno Accademico 2018/2019

ABSTRACT

Con il presente elaborato si è inteso spiegare l'importanza che attualmente riveste la consulenza automatizzata nell'ambito finanziario.

A tal proposito, nel primo capitolo è stata proposta una breve introduzione sul *FinTech*, un fenomeno quest'ultimo che negli ultimi tempi è esploso nel contesto finanziario, “annunciando” una serie di miglioramenti della vita finanziaria tanto dei cittadini/consumatori (soprattutto relativamente alle nuove generazioni, i cc.dd. *Millenials* e *Post Millenials*) quanto delle imprese.

Il *FinTech* copre un ampio range di servizi e prodotti (*P2P*, *crowdfunding platforms*, *robo advice*, *lending platforms*, *value virtuali*, *pagamenti cashless*, e tanto altro ancora) e un'ampia gamma di sviluppo di prodotti sostenuti dalle nuove tecnologie (ad esempio, la tecnologia del registro distribuito, i mega dati, l'uso del cloud computing e così via). Pertanto, comprende ogni innovazione tecnologica nell'ambito del settore finanziario, incluse tutte le novità inerenti all'educazione finanziaria e all'ottimizzazione del retail banking e degli investimenti.

FinTech è divenuto sinonimo di settore di servizi finanziari emergenti, passibile di maggiore espansione in futuro, soprattutto sulla scia delle evoluzioni sui versanti innovativi quali *cognitive computing*, *machine learning* e intelligenza artificiale.

Il report *e-banking* 2018 ha mostrato come durante l'anno 2017 l'utilizzo dei servizi bancari a distanza abbia riguardato il 52% della popolazione nell'Area euro, in crescita rispetto all'anno precedente in cui la diffusione si era fermata al 49%, mentre l'Italia risulta ancora agli ultimi posti della classifica dei paesi in termini di diffusione dell'internet banking.

Sa da una parte non si può nascondere come le abitudini del consumatore italiano siano davvero dure da sradicarsi, in particolar modo quando si parla di soldi, dall'altra ci sono molteplici impulsi verso il cambiamento che giungono da motivazioni di tipo economico e di sopravvivenza stessa del sistema bancario: taglio dei costi e crescita della redditività sono gli input cui nessuna banca può venir meno negli anni a venire.

Il termine *FinTech* è, in ogni caso, divenuto sinonimo di settore di servizi finanziari emergenti, passibile di maggiore espansione in futuro, soprattutto sulla scia delle evoluzioni sui versanti innovativi quali *cognitive computing*, *machine learning* e intelligenza artificiale.

Relativamente agli interventi a livello internazionale, la prima ad intervenire in questo campo è stata la IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) la quale ha indagato in un primo momento sul tema della consulenza finanziaria prestata mediante strumenti automatizzati, pubblicando, in un secondo momento nel mese di febbraio 2017, una ricerca di più ampia portata estesa a tutto il fenomeno FinTech.

Andando su un altro versante, in ragione degli allarmismi sollevati in merito alla rilevanza sistematica di alcune applicazioni tecnologiche nel settore finanziario e alle preoccupazioni correlate alla correlata applicazione per l'equilibrio del sistema finanziario nella sua globalità, è intervenuto il *Financial Stability Board* (FSB) con due documenti pubblicati a distanza di tempo piuttosto ravvicinata: quello su *FinTech credit. Market structure, business models and financial stability implications*, del 22 maggio 2017 e quello su *Financial stability Implications from FinTech. Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention* del 27 giugno 2017.

Altresì, sono stati richiamati gli interventi del Fondo Monetario Internazionale (FMI), *FinTech and Financial Services: Initial Considerations*, a giugno 2017; del *World Economic Forum* (WEF), *Beyond FinTech: A Pragmatic Assessment of Disruptive Potential in Financial Services*, nel mese di Agosto 2017; del Comitato di Basilea che, sempre nel mese di agosto dello stesso anno, ha reso edito un documento di consultazione volto sia agli operatori sia ai supervisori del settore bancario, sui versanti di maggiore impatto di *FinTech*.

A livello europeo l'interesse verso questo fenomeno è andato ad aumentare nel tempo, contrassegnato inizialmente da un approccio di tipo esplorativo, volto a capire le peculiarità di un fenomeno nuovo, per diventare successivamente maggiormente selettivo sulle tematiche da tenere sotto controllo.

La prima fase indicata si è contrassegnata per il lavoro congiunto delle tre autorità europee (ESAS: ESMA, EBA, EIOPA) mediante il Comitato Congiunto, in virtù del carattere intersettoriale di alcuni fenomeni specifici e della volontà di indagarne peculiarità e dinamiche operative in una dimensione *cross border* e *cross sector*, in funzione di una risposta unitaria e puntuale.

È proprio questa la fase caratterizzata dagli interventi settoriali, dove la massima attenzione viene focalizzata su singole articolazioni FinTech, annoverando il *discussion paper Joint Committee on automation financial advice* (2015) e la pubblicazione del successivo report a dicembre 2016, nonché del *discussion paper Joint Committee on Big Data by Financial Institution*.

Con il termine *roboadvisors* o *automated financial advisors* vengono indicate tutte quelle società che presentano un servizio di consulenza finanziaria on-line, diretto a fornire soluzioni di investimento totalmente, e in maggior misura, automatizzate.

Sulla scorta degli algoritmi di *asset allocation* e di *risk management* predeterminati e sulla base delle caratteristiche del cliente e della sua predisposizione al rischio, i *roboadvisors* consigliano la realizzazione di portafogli ottimizzati, a fronte di una remunerazione trasparente e di importo contenuto.

Con il secondo capitolo è stata affrontata la consulenza automatizzata.

Innanzitutto, si è detto come la consulenza finanziaria si palesi come un'attività diretta a guidare e supportare le persone nell'ambito del processo decisionale inerente alle loro scelte d'investimento. Per mezzo di tale rapporto di consulenza finanziaria il cliente si rivolge ad un soggetto che ritiene meglio informato al fine di ricevere consigli riguardanti il suo patrimonio. Lo scopo precipuo della consulenza finanziaria è quello di consigliare proposte di investimento che vadano a comporre un portafoglio organico, coerente con le preferenze del cliente, efficiente e in grado di conformarsi alle sue mutevoli necessità.

Dal punto di vista dell'intermediario, la consulenza finanziaria espleta sicuramente un condizionamento assai rilevante sulle scelte d'investimento del cliente infatti, pur non trasformandosi direttamente in investimento del risparmio, la consulenza finanziaria è diretta a formare una relazione che in genere è destinata a durare nel tempo e che, solitamente, risulta strumentale rispetto ad altri servizi di investimento.

Proprio il riconoscimento di tale forte legame che va ad instaurarsi fra investitore e consulente, nonché la prosperante dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni formulate dai consulenti finanziari, porta il legislatore europeo a disciplinare i cc.dd. servizi a valore aggiunto, quali la consulenza e la gestione di portafoglio.

Ai fini che a noi sono interessati, è stato chiarito che il modello operativo di erogazione della consulenza finanziaria ha subito (e sta subendo tuttora) una trasformazione ulteriore, dettata principalmente dall'innovazione tecnologica.

Attraverso soluzioni, quali quelle rappresentate dai *robo-advisors*, la tecnologia è divenuta parte integrante di un servizio che ha la potenzialità di soddisfare meglio e a costi più bassi tutti i clienti, indipendentemente dalla dimensione del patrimonio finanziario.

Pertanto, nel corso del capitolo di apertura, sono state ripercorse tutte le caratteristiche della consulenza finanziaria, evidenziando gli interventi regolamentari che hanno esercitato e che eserciteranno i maggiori impatti sul servizio. È stata introdotta la figura del *robo-advisors*, termine evocativo ma poco gradito agli esponenti coinvolti, che si sviluppa negli USA come una delle tante soluzioni *FinTech* in contrapposizione alla consulenza erogata dagli intermediari tradizionali.

La consulenza finanziaria viene identificata con il termine “consulenza in materia di investimenti” e definita dalla Direttiva MiFID I (*Market in Financial Instruments Directive*) come la «prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari».

Gli elementi distintivi della sopraindicata definizione di consulenza sono quindi:

- la personalizzazione della raccomandazione che si identifica nel momento in cui la proposta sia diretta ad un destinatario ben preciso e sia presentata come idonea per il cliente ossia, fondata sulla considerazione delle sue peculiarità. Occorre, quindi, che il consulente porti avanti un esame preventivo circa le conoscenze, esperienze e bisogni finanziari del cliente, nonché della sua propensione al rischio prima di formulare una raccomandazione. L'elemento della personalizzazione rappresenta non soltanto attributo fondamentale della fattispecie “consulenza”, ma anche fattore di diversificazione del servizio prestato. Come si vedrà oltre, l'offerta di consulenza finanziaria da parte delle differenti tipologie di attori manifesta diversi livelli di personalizzazione, in rapporto alla profondità di conoscenza del cliente ed alle risorse ad esso dedicate. Il solo confine che può considerarsi sicuro è posto dal medesimo TUF che esclude la presenza di una consulenza personalizzata nell'ipotesi in cui questa venga diffusa al pubblico attraverso canali di distribuzione, ossia per mezzo di strumenti di comunicazione rivolti al pubblico in generale. Quando la raccomandazione non si basa sulle peculiarità contraddistinguenti la persona, ad esempio l'indicazione di acquistare un titolo al conseguimento di un determinato target di prezzo o di uscire da un certo mercato perché le attese sono ribassiste, si configura come consulenza generica;
- l'oggetto della raccomandazione, che deve concernere una o più operazioni inerenti a strumenti finanziari determinati. Il fatto di limitare l'oggetto ad un definito strumento finanziario qualifica la consulenza in materia di investimenti come sottospecie della consulenza generica;
- la responsabilità dell'iniziativa, che si configura come consulenza in materia di investimenti sia quella avviata dall'offerente del servizio, sia quella fornita in risposta a precise richieste del cliente (c.d. “consulenza negativa”).

Dal punto di vista normativo, la consulenza finanziaria automatizzata vanta un percorso alquanto articolato quanto a numerosi interventi, sebbene non sempre molto incisivi nei contenuti. Interventi tutti volti a studiare e capire il fenomeno dei *robo-advisor* degli *automated tools* nella prestazione dei servizi finanziari e, in particolar modo, del servizio di consulenza.

In Italia, al fine di poter rilevare e catalogare i providers di consulenza automatizzata si è fatto riferimento alle definizioni di *advice* e di automazione impiegate dal *Joint Committee* delle Autorità europee EBA, ESMA ed EIOPA (ESAs) nei documenti pubblicati in materia di *robo advice*.

In quei documenti le ESAs fanno riferimento all'*advice 'used in its common meaning of the word, as an opinion or recommendation as to the appropriate choice of action'*.

Tale definizione si allontana da quella più ristretta (e potenzialmente passibile di dar vita a spazi di arbitraggio regolamentare) individuabile nella disciplina MiFID I e MiFID II, che è incardinata sulla nozione di personalizzazione del consiglio, nel senso che la raccomandazione deve fare riferimento a specifici prodotti finanziari e deve basarsi sulla valutazione delle peculiarità di uno specifico cliente.

Il *robo advice* si distingue dalla consulenza tradizionale anche per il conforto che il servizio fornisce, ossia la possibilità per gli investitori con competenze digitali di operare online con sveltezza e senza alcun vincolo di orario o logistico.

L'esperienza di navigazione offerta dagli operatori *robo* non richiede particolari competenze digitali se non la consuetudine ad usare la rete Internet. Da questo punto di vista, i fattori critici di successo insistono sulla funzionalità e sulle peculiarità della piattaforma degli operatori (più che sulle caratteristiche intrinseche del servizio offerto), ossia sulla usabilità *strictu sensu* dei siti web dei *robo advisors*.

Non vengono fatte rientrare nella definizione di consulenza MiFID: raccomandazioni generali su prodotti finanziari indirizzate al pubblico; attività di *asset allocation* finanziaria; presentazione di portafogli modello per investitori tipo; valutazioni generali su conti consolidati dei clienti; modelli di profilatura dei clienti.

Ai sensi della MiFID II, potrebbe qualificarsi come consulenza una raccomandazione implicita o sottintesa, se l'informazione è tale da essere in grado di condizionare la scelta del cliente, nonché la raccolta di informazioni su ogni cliente da parte dell'intermediario, se si può presumere che tali informazioni siano utilizzate al fine di fornire una definizione delle esigenze del cliente e per edificare la base per una raccomandazione personalizzata.

Con preciso riguardo alla consulenza automatizzata, il servizio rientrante nell'ambito MiFID II è solo quello offerto direttamente al pubblico per mezzo di piattaforme digitali (che si fondano principalmente su internet) per fornire consulenza automatica attraverso algoritmi su transazioni aventi ad oggetto specifici strumenti finanziari o portafogli di strumenti finanziari presentati come idonei per uno specifico cliente.

A seconda dell'intensità dell'automazione e del target di clientela, è possibile identificare differenti modelli di *robo advice*:

- il modello c.d. puro si contrassegna per l'automazione del servizio offerto in tutte le sue fasi;
- il modello c.d. ibrido, invece, combina e/o avvicenda l'elemento umano e quello digitale in una o più fasi della catena del valore;
- un terzo modello, infine, è noto come *robo4advisor*.

Nei primi due casi, il servizio è diretto all'investitore finale e, pertanto, viene qualificato come B2C (*business to consumer*), mentre l'ultimo modello viene qualificato come B2B (*business to business*), ponendo l'automazione a sostegno del consulente.

In particolare, nel *robo4advisor* algoritmi e software forniti dal *robo* all'intermediario sostengono il gestore e/o il consulente in una o più fasi del servizio di investimento offerto ai clienti finali.

Nel catalogare i soggetti che operano in Italia nel settore del *robo advice* si è presa in considerazione anche l'eventuale appartenenza a un gruppo finanziario già attivo nel settore dei servizi di investimento.

Dunque, sono state individuate due macro-categorie di *providers*: *start-up stand alone* e *robo advisor* di matrice bancaria. Questi ultimi, a loro volta, possono essere autonomi nell'ambito del gruppo di riferimento oppure del tutto integrati con la banca; in tale ultimo caso la consulenza automatizzata estende la varietà di servizi digitali eventualmente già offerti dalla banca medesima.

Relativamente al modello B2C, i servizi offerti includono la consulenza e (ormai per la maggior parte dei *robo advisors*) la gestione patrimoniale.

Due operatori offrono anche servizi esecutivi, che danno la possibilità all'investitore di eseguire il consiglio ricevuto mediante la piattaforma messa a disposizione dal *robo advisor*.

La raccomandazione possiede una validità temporale solitamente predefinita, in maniera tale da assicurare che l'eventuale esecuzione del suggerimento ricevuto non sia realizzata in un momento eccessivamente distante rispetto a quello in cui si è realizzata la profilatura.

I prodotti oggetto della raccomandazione o della gestione patrimoniale offerte dai *robo advisors* sono costituiti in principal modo da quote di *Exchange Traded Funds* (Etf) e di fondi comuni di investimento e non comprendono, solitamente, prodotti del gruppo di appartenenza.

Il prezzo del servizio raffigura un elemento rilevante della *value proposition*. Le commissioni applicate al patrimonio *under advice* oscillano dallo 0,3% allo 0,7% annuo; a queste possono inserirsi altre componenti di costo quali *performance fee* e/o commissioni di sottoscrizione dei prodotti consigliati.

Si tratta di valori contenuti rispetto ai prezzi del servizio ‘tradizionale’ (ossia offerto tramite consulente fisico), che rendono il *robo advice* potenzialmente assai competitivo in special modo nel contesto domestico, contrassegnato da una bassa disponibilità degli investitori a remunerare la consulenza.

Come è emerso dalle evidenze del Rapporto CONSOB 2018 sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, il 37% degli investitori è convinto che la consulenza sia gratuita, mentre il 45% dichiara di non sapere se il consulente venga retribuito o meno. Nel complesso il 50% circa non è disposto a pagare per il servizio.

Ulteriore elemento caratteristico del *robo advice* riguarda l’accessibilità del servizio, che risulta massima quando non è stabilita alcuna soglia minima di investimento, mentre è maggiormente circoscritta nei casi in cui tale soglia corrisponde a 20 mila euro; viceversa, nel caso in cui il patrimonio minimo è pari a 50 mila euro il servizio è potenzialmente meno adeguato alle fasce qualificabili come *mass-mass market*.

Il *robo advice* si distingue dalla consulenza tradizionale anche per il conforto che il servizio fornisce, ossia la possibilità per gli investitori con competenze digitali di operare online con sveltezza e senza alcun vincolo di orario o logistico.

L’esperienza di navigazione offerta dagli operatori *robo* non richiede particolari competenze digitali se non la consuetudine ad usare la rete Internet.

Da questo punto di vista, i fattori critici di successo insistono sulla funzionalità e sulle peculiarità della piattaforma degli operatori (più che sulle caratteristiche intrinseche del servizio offerto), ossia sulla usabilità *strictu sensu* dei siti web dei *robo advisors*.

Passando al c.d. *robo4advisor*, i servizi offerti includono la digitalizzazione completa o parziale del processo di produzione e distribuzione della raccomandazione.

Nel primo caso, il *robo4advisor* predispone piattaforme di servizi in modalità ‘*white label*’, che l’intermediario può personalizzare con il proprio marchio ed eventualmente con i propri prodotti (cc.dd. soluzioni chiavi-in-mano).

Nel secondo caso, l’operatore offre l’automazione di alcune fasi della catena del valore, che l’intermediario acquisisce in una logica di *cost reduction* o per estendere l’area della clientela servita.

Nel contesto anglosassone, i clienti di *robo advisors* sono tipicamente i *Millennials*, connotati da un patrimonio *under advice* maggiormente contenuto rispetto a quello del cliente medio di un consulente fisico.

Le prime esperienze domestiche rivelano, invece, una situazione diversa: i clienti, in larga maggioranza uomini, ricadono nella fascia di età compresa tra 40 e 60 anni, sono già abituati alle scelte di investimento, dispongono di un reddito medio-alto e (nei casi di start-up collegate a un istituto bancario) accedono al *robo*

advice per appurarne convenienza e comodità. Tale evidenza, tuttavia, non per forza è dimostrativa dei possibili sviluppi futuri, poiché fa riferimento ad un campione di investitori assai contenuto. Il *robo advice*, infatti, è ancora poco diffuso presso i risparmiatori italiani.

Il dato sul basso livello di diffusione della consulenza automatizzata è in linea con le rilevazioni CONSOB degli ultimi anni inerenti alle scelte di investimento di un campione rappresentativo di decisori finanziari italiani.

Tali rilevazioni hanno palesato come la consulenza automatizzata risulti ignota alla maggior parte dei risparmiatori intervistati (87%), i quali dichiarano di essere poco inclini a utilizzarlo (nell'85% dei casi) soprattutto per paura di incorrere in possibili truffe online (66%).

L'interesse per il servizio (espresso dal 15% degli intervistati) è maggiore tra gli uomini, i soggetti con rilevanti livelli di istruzione e alfabetizzazione finanziaria e i più giovani (ai quali si associa un livello di cultura digitale mediamente più alto).

Da una *survey* condotta da CONSOB, è emerso, tuttavia, che i risparmiatori potrebbero essere maggiormente inclini ad utilizzare il servizio di consulenza automatizzata se esso venisse offerto da uno dei *digital champions* (come Google, Amazon, Facebook, Apple), ossia da operatori che hanno ormai da tempo guadagnato una certa reputazione nel campo dell'*e-commerce*.

Relativamente alla distribuzione, il web naturalmente espleta un ruolo basilare nel *robo advice* B2C, raffigurando il solo (nell'accezione pura del servizio) o il più rilevante (nel modello ibrido) canale di accesso ai servizi offerti dall'operatore. Per l'accesso al servizio online non sono essenziali, in linea di principio, competenze digitali elevate.

Al canale web, tuttavia, può affiancarsi la scambievolezza con il consulente fisico nella fase di assistenza del cliente, che sovente consente agli investitori di scegliere tra l'opzione digitale e quella umana.

L'interazione tra cliente e consulente resta un fattore critico di successo, tanto da indirizzare il mercato verso la valorizzazione della relazione 'umana' sia nel contesto della consulenza automatizzata, dove il modello ibrido è nettamente primeggiato (prevedendo occasioni di interazione 'umana' in una o più fasi), sia nel contesto della consulenza tradizionale, dove la digitalizzazione di una o più fasi del processo è strumentale ad estendere gli spazi che il professionista può rivolgere alla cura del rapporto con i clienti.

Tale indirizzo si allinea con la propensione degli investitori assistiti da consulenza a valorizzare aspetti empatici e relazionali sia nella scelta sia nella valutazione del professionista.

Infine, nel terzo e ultimo capitolo è stato affrontato il tema inerente alle applicazioni del *robo advisor* e di diversi casi studio caratterizzati proprio dall'utilizzo di tale nuova forma di consulenza finanziaria.

Peculiare interesse è indirizzato all'impatto delle nuove tecnologie sul settore dei servizi finanziari europei, dal punto di vista dei fornitori di servizi finanziari e dei consumatori, con il fine di controllare e appurare se il quadro normativo e di vigilanza riesca a promuovere l'innovazione tecnologica, in linea con tre principi basilari: neutralità della tecnologia, proporzionalità e integrità.

Inevitabilmente, come in tutti i campi, a caratterizzare il fenomeno di un impiego così massiccio di consulenza automatizzata sono sia i vantaggi che gli svantaggi che ne potrebbero scaturire.

Per quanto riguarda i benefici, l'utilizzo combinato dell'intelligenza artificiale e dello studio dei grandi dati, i cc.dd. *big data*, proprio come fa il *robo advice*, ha il potenziale per potenziare i servizi di consulenza finanziaria e ridimensionarne considerevolmente i costi. Ciò, potrebbe anche riuscire a rendere maggiormente semplice l'accesso alla consulenza da parte di investitori (famiglie e imprese) che attualmente non usano tali servizi, in special modo nel settore degli investimenti, dei finanziamenti e delle assicurazioni, dando loro la possibilità di gestire in maniera più efficiente il rischio finanziario.

La consulenza automatizzata non necessita di una prossimità geografica con il consulente e, per tale ragione, incoraggia l'accesso ai servizi e agli investimenti transfrontalieri, dando un notevole apporto all'unione dei mercati dei capitali e al mercato unico digitale.

Di fronte a tali benefici, vi sono anche taluni pericoli connessi ad una simile automatizzazione.

In particolare, la standardizzazione delle caratteristiche di profilo dei rischi tra i fornitori di consulenza finanziaria automatizzata potrebbe incoraggiare condotte di investimento pro-ciclico. Altresì, il consiglio automatizzato non deve pregiudicare la salvaguardia degli utenti e degli investitori e diminuire gli obblighi di informazione esistenti (ad esempio, in materia di remunerazione o di rischi).

Altra problematica concerne i pericoli di errori al momento della raccolta automatizzata di informazioni nonché l'attribuzione delle responsabilità in caso di danni economici, in quanto in un ambiente automatizzato può essere abbastanza arduo individuare l'attore responsabile e comprendere esattamente ciò che realmente non ha funzionato.

Anche dal lato domestico, è assai acceso l'interesse per la consulenza automatizzata.

Ci sono, infatti, talune piattaforme che sono state implementate, con approcci tra loro differenti, su iniziativa di intermediari indipendenti e di banche.

La tecnologia sta evidentemente cambiando il panorama finanziario e la concorrenza diventa sempre più agguerrita. Oltre agli istituti di credito emergono società che inseriscono innovative modalità di gestione del denaro: le startup qualificate soprattutto nell'ambito dei servizi finanziari, nate a cavallo del 2008, hanno fatto dell'innovazione tecnologica il loro cavallo di battaglia.

Sono nati servizi differenti da quelli a cui tutti noi eravamo abituati, servizi trasversali che hanno certamente contribuito alla ridefinizione degli standard di mercato, andando a condizionare notevolmente la medesima offerta bancaria. Ecco, quindi, che negli ultimi tempi hanno iniziato a fare la loro prima comparsa su tale panorama i primi servizi ibridi che, quantomeno in teoria, sembrano essere destinati a modificare totalmente la modalità di fare banca. Gli istituti di credito hanno iniziato a testare differenti modalità per la gestione dei soldi, offrendo questi servizi a volte in partnership con le medesime fintech che li hanno creati.

Un classico esempio di questo nuovo modo di gestire il settore finanziario è fornito, per l'appunto, da tali piattaforme di *robo advisory*. Forme più o meno robotizzate di gestione degli investimenti che, per mezzo di piattaforme virtuali, suggeriscono portafogli di investimento sulla scorta di algoritmi proprietari.

Occorre, in ogni caso, dire che la prima comparsa dei consiglieri robot viene fatta risalire ai primi anni della crisi finanziaria, negli Stati Uniti.

Anche l'Italia possiede la sua fetta, sebbene ancora piuttosto circoscritta, di mercato.

A tal proposito sono stati riportati alcuni esempi in tal senso quali *Moneyfarm*, - una Società d'Intermediazione Mobiliare (SIM) italiana, autorizzata dalla CONSOB e FCA, che gestisce in automatico i soldi dei risparmiatori iscritti grazie a un *robot advisor* (il primo in Italia). Nel 2020 si è nuovamente confermata il miglior servizio di consulenza ottenendo il riconoscimento dell'Istituto Tedesco di Qualità e Finanza, è stata anche premiata come Miglior servizio finanziario - *Blackrock* - nato nel 2000, è uno dei migliori e più popolari consulenti "virtuali", prodotto dell'Era Fintech che permette agli investitori di automatizzare il processo di *asset allocation* e di gestione del risparmio. Offre un eccellente servizio di pianificazione finanziaria e di gestione del risparmio in tutto il mondo - *Vanguard* - considerato un vero e proprio colosso nell'ambito della gestione degli investimenti. I capitali che vengono gestiti superano i \$ 51 miliardi. Vanguard ha rivoluzionato il settore degli investimenti offrendo una serie di Index funds, ovvero dei fondi di investimento a gestione passiva, a costi molto bassi. Uno degli ultimi servizi offerti è quello di Consulenza Personale. Non viene offerto solamente un servizio di robo advisor, bensì anche una piattaforma ibrida mediante la quale è possibile fare un investimento automatizzato e al contempo controllato da un consulente 'reale'.

In Italia i correntisti online si servono ancora del servizio in filiale, sebbene continui ad aumentare la quota di coloro che prediligono gestire tutto a "distanza".