



**Libera Università Internazionale degli Studi Sociali  
Guido Carli**

**Dipartimento di Impresa e Management**

**Corso di Laurea Triennale in Economia e Management**

**Cattedra di Finanza Aziendale**

**L'INNOVAZIONE DIGITALE NELLA  
CONSULENZA FINANZIARIA:  
I ROBO-ADVISORS**

RELATORE  
*Prof. Gianluca  
Mattarocci*

CANDIDATO  
*Tommaso Sargentini  
Matricola n. 228911*

**Anno Accademico 2020/21**

*“A colei che, insieme alla vita,  
mi ha donato tutto il suo amore.  
Cara mamma, vivi in me ...”*

## INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	5
<b>CAPITOLO 1</b> .....	8
<b>LA CONSULENZA FINANZIARIA IN ITALIA: UN QUADRO DEL MERCATO</b> .....	8
1.1 – <i>Introduzione</i> .....	8
1.2 – <i>Com'è cambiata l'offerta di consulenza finanziaria negli ultimi anni</i> .....	9
1.3 – <i>Conoscenza del servizio e drivers della domanda di consulenza</i> .....	15
1.4 – <i>Dalla consulenza di base alla consulenza evoluta</i> .....	20
1.5 – <i>Operatori finanziari tradizionali vs operatori FinTech: conflitto o integrazione</i> .....	23
1.6 – <i>Conclusioni</i> .....	29
<b>CAPITOLO 2</b> .....	31
<b>IL ROBO-ADVISORY: CARATTERISTICHE E REGOLAMENTAZIONE</b> .....	31
2.1 – <i>Introduzione</i> .....	31
2.2 – <i>Definizione di Robo-advisory: modello di servizio puro, ibrido e B2B</i> .....	32
2.3 – <i>Value proposition: elementi di successo e criticità</i> .....	37
2.4 – <i>La reinterpretazione dell'assetto normativo del settore: approccio activity based</i> .....	43
2.5 – <i>Profili di attenzione per la tutela dell'investitore: recenti disposizioni dell'ESMA</i> .....	46
2.6 – <i>Prospettive strategiche: gli obiettivi della Commissione europea</i> .....	49
2.7 – <i>Conclusioni</i> .....	52
<b>CAPITOLO 3</b> .....	54
<b>I COSTI APPLICATI ALLA CLIENTELA: ANALISI DEL MERCATO USA</b> .....	54
3.1 – <i>Introduzione</i> .....	54
3.2 – <i>Fattori che influenzano le commissioni del servizio di consulenza</i> .....	55
3.3 – <i>Fee-only vs Fee-based</i> .....	58
3.4 – <i>Investment Management Fees</i> .....	60
3.5 – <i>Costi e commissioni dei Robo-advisors: analisi di un campione</i> .....	63
3.6 – <i>Economie di costo legate ai Robo-advisors rispetto alla consulenza tradizionale</i> .....	69
3.7 – <i>Conclusioni</i> .....	72
<b>CONCLUSIONI</b> .....	74
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	76

**INDICE DELLE TABELLE**

**Tabella 1: Average Financial Advisor Fees (AUM) ..... 61**

**Tabella 2: Robo-advisors: Taxable accounts facts ..... 66**

**INDICE DEI GRAFICI**

**Grafico 1: Average Financial Advisor Fees (AUM) ..... 62**

**Grafico 2: Robo-advisory fees ..... 68**

**Grafico 3: Commissioni medie a confronto: percentage of assets under management ..... 70**

**INDICE DELLE FIGURE**

**Figura 1: People who use Robo-advisors ..... 63**

## INTRODUZIONE

L'avvento del Coronavirus è stato usato come scusa per nascondere dei problemi di fondo già esistenti, in particolare per quel che concerne lo stato delle finanze di molte famiglie. Gran parte della popolazione, infatti, si trovava in una situazione finanziaria precaria molto prima dei giorni in cui è esplosa la crisi. Troppe persone non risparmiavano per il proprio futuro, una piccola parte pianificava le proprie finanze e pochi erano in grado di accedere a un servizio di consulenza finanziaria. Gli eventi degli ultimi mesi hanno di fatto solamente amplificato questi problemi già esistenti. Per arginare il fenomeno dell'advice gap, molte istituzioni si sono impegnate attivamente e direttamente nella rimozione degli ostacoli che la regolamentazione pone agli intermediari e ai professionisti, attraverso l'incoraggiamento e lo sviluppo di una virtuosa domanda di consulenza finanziaria da parte degli utenti.

Sarebbe necessario fare in modo che i servizi di consulenza finanziaria fossero accessibili al maggior numero di persone possibile, affinché possano essere aiutate ad avere il controllo della propria disponibilità economica, a costruire un piano di risparmio e a cominciare ad investire per il proprio futuro.

La consulenza automatizzata potrebbe concorrere a colmare l'advice gap, essendo caratterizzata potenzialmente da soglie patrimoniali di accesso più basse, costi più contenuti, tempi e modi di utilizzo meno vincolanti rispetto alla consulenza tradizionale. Inizialmente proposta dalle società FinTech statunitensi, si fonda essenzialmente sulla semplificazione di un'attività alquanto complessa, in modo da renderla direttamente fruibile al grande pubblico, in assenza o con limitata mediazione di una figura umana, utilizzando software di intelligenza artificiale ed algoritmi. Questi ultimi, in base a determinati parametri, quali il profilo di rischio, gli obiettivi di investimento e la disponibilità patrimoniale, elaborano un quantitativo enorme di informazioni definendo automaticamente delle strategie di investimento specializzate per uno specifico investitore. Questa tecnologia può essere utilizzata in vario modo e a vari livelli: può essere messa direttamente a disposizione degli investitori attraverso

applicativi web o applicazioni su smartphone, oppure utilizzata dai consulenti tradizionali per fornire raccomandazioni ai propri clienti.

Attualmente, il fenomeno del Robo-advisory è nettamente più diffuso nel territorio americano che nel resto del mondo. Anche se la fascia dei risparmiatori più giovani, i cosiddetti “nativi digitali”, costituiscono la platea ideale per la consulenza automatizzata, è molto probabile che in un prossimo futuro anche gli investitori maturi, dotati di maggiore ricchezza patrimoniale e abituati ad una interazione più tradizionale con il proprio consulente, potranno cambiare le proprie abitudini e adeguarsi alle nuove possibilità offerte dalla tecnologia. Nel frattempo, il mercato ha già iniziato a muoversi: da un lato le banche e gli intermediari specializzati per offrire la consulenza automatizzata o per prepararsi a sfruttare in un prossimo futuro questa nuova opportunità, dall’altro i regolamentatori per studiare il fenomeno e comprenderne i rischi.

Durante la pandemia del 2020, la volatilità del mercato azionario e le sue incertezze hanno accelerato l’adozione dei Robo-advisors. I cinque maggiori Robo-advisors hanno infatti visto una crescita del 38% nella prima metà del 2020 rispetto all’anno precedente ed in questo periodo la gamma di strategie di investimento offerte si è particolarmente ampliata.

Il lavoro nasce dalla curiosità di verificare se effettivamente i costi della consulenza automatizzata siano inferiori, e in che misura, a quelli della consulenza tradizionale e se il ricorso a questo strumento possa rappresentare una strategia utile ad allargare la platea degli investitori; a questo proposito è stato esaminato un campione di 62 Robo-advisors presenti nel mercato USA.

Più nel dettaglio, il primo capitolo affronta il tema della consulenza finanziaria in Italia, illustrando le importanti evoluzioni che questa ha avuto negli ultimi anni anche in base alle leggi emanate nel nostro paese per adeguarsi ai provvedimenti europei. Sono presi in esame il grado di conoscenza del servizio e i principali fattori che regolano e influiscono sulla domanda di consulenza. Sempre nello stesso capitolo sono illustrate le caratteristiche della consulenza di base e quelle della consulenza evoluta, il livello

di servizio fornito e la tipologia dei clienti a cui si rivolgono, osservando poi come ad una contrapposizione frontale tra imprese FinTech e operatori finanziari tradizionali, si stia sostituendo la prospettiva di un graduale affiancamento ed integrazione fra gli stessi.

Il secondo capitolo illustra le caratteristiche e la regolamentazione relative al fenomeno del Robo-advisory, i fattori che ne hanno determinato la nascita e la crescita e i tre diversi modelli operativi proposti. Sono presi in esame gli elementi di successo e le criticità connesse a questo fenomeno e la necessità emersa in ambito europeo di sfruttare le nuove opportunità offerte dalle tecnologie digitali. La Commissione europea ha posto una particolare attenzione all’impatto delle nuove tecnologie sul settore dei servizi finanziari, dal punto di vista dei fornitori e dei consumatori, con l’obiettivo di verificare se il quadro normativo e di vigilanza sia in grado di promuovere l’innovazione tecnologica, in linea con tre principi fondamentali: neutralità della tecnologia, proporzionalità ed integrità. Sono stati evidenziati sia i vantaggi che derivano da un utilizzo diffuso della consulenza automatizzata, sia i rischi che ne potrebbero derivare e, a questo proposito, l’Esma ha emanato delle linee guida volte alla tutela degli investitori.

Il terzo capitolo affronta nello specifico i costi della consulenza finanziaria, i diversi tipi di commissioni applicate ed i fattori che influenzano la loro entità. Fee-only e fee-based sono le due principali strutture di commissioni previste per i consulenti finanziari; la prima implica che il consulente sia retribuito tramite una tariffa fissa, la seconda, utilizzata nella maggior parte dei casi, prevede una commissione basata su una percentuale del patrimonio gestito (AUM). Per valutare l’eventuale convenienza della consulenza automatizzata, sono state analizzate le economie di costo legate ai Robo-advisors rispetto alla consulenza tradizionale.

## CAPITOLO 1

### LA CONSULENZA FINANZIARIA IN ITALIA: UN QUADRO DEL MERCATO

#### 1.1 – Introduzione

La consulenza finanziaria è l'attività di supporto rivolta ad un soggetto privato o ad un'impresa, finalizzata a pianificare gli investimenti del cliente. Quest'ultimo si affida al consulente in quanto spesso non è in grado di agire autonomamente per mancanza di competenze o di tempo. Si instaura pertanto un rapporto professionale che deve essere caratterizzato da grande personalità e correttezza, orientato a perseguire pienamente gli interessi del cliente, in termini di conservazione e crescita del capitale.

In Italia, si riscontra ancora un livello di educazione finanziaria inferiore alla media dei paesi del G20 (PwC, 2018). Nel nostro paese, il risparmiatore si rivolge ancora prevalentemente allo sportello bancario o ad un promotore finanziario rispetto a consulenti indipendenti o piattaforme online come i Robo-advisors, diversamente dai paesi anglosassoni, dove la consulenza indipendente è molto più diffusa.

In questo primo capitolo verranno analizzati i cambiamenti avvenuti negli ultimi anni relativamente all'offerta della consulenza finanziaria in Italia. Successivamente si parlerà dell'attuale conoscenza delle diverse tipologie di consulenza offerta nonché dei fattori che determinano la domanda di consulenza da parte degli investitori e si illustreranno le principali differenze tra la consulenza di base e la consulenza evoluta. Nell'ultimo paragrafo si tratterà di come lo sviluppo della tecnologia digitale stia modificando profondamente il servizio di consulenza, in particolare con l'avvento del fenomeno FinTech, e se la contrapposizione tra operatori tradizionali ed



operatoti FinTech debba essere considerata un motivo di conflitto o un'opportunità di integrazione.

## **1.2 – Com'è cambiata l'offerta di consulenza finanziaria negli ultimi anni**

L'offerta di consulenza finanziaria ha conosciuto in questi anni in Italia importanti evoluzioni.

Nel 2007, con l'entrata in vigore della Direttiva 2004/39/CE (MiFID), i soggetti che offrivano il servizio di consulenza in Italia sono stati così articolati: agli intermediari bancari, che hanno dovuto adottare modelli di servizio e procedure specifiche conformi alla disciplina comunitaria, si sono affiancate le SIM (originarie a loro volta dalla trasformazione di società di consulenza preesistenti), i consulenti finanziari individuali e le società costituite in forma di società per azioni o società a responsabilità limitata, già attive prima del novembre 2007, che hanno beneficiato di un regime di proroga.

Con l'approvazione della legge n. 208 del 2015 (Legge di stabilità 2016), il legislatore italiano, per adeguarsi ai provvedimenti europei (direttiva 2014/65/UE, MiFID 2), ha istituito l'albo unico dei consulenti finanziari e ridefinito le figure professionali del promotore finanziario e del consulente finanziario. Di conseguenza, la Consob, con la delibera n. 19548 del 17 marzo 2016, ha apportato modifiche sia al regolamento degli intermediari (n. 16190 del 2007) sia al regolamento dei consulenti (n. 17130 del 2010). Con tali modifiche, sono state introdotte nel nostro ordinamento le denominazioni di "consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede", in sostituzione del promotore finanziario, del "consulente finanziario autonomo", in sostituzione del consulente finanziario e dell'"albo unico dei consulenti finanziari", in sostituzione dell'albo unico dei promotori finanziari (Di Ciommo, 2017).

Sulla base delle attuali normative, i soggetti abilitati ad erogare consulenza in materia di investimenti sono quindi banche, SIM, SGR e consulenti finanziari (persone fisiche e giuridiche). Questo ampliamento della tipologia di providers ha determinato l'affermazione di differenti modelli di business.

Con la consulenza in materia di investimenti, l'intermediario fornisce consigli o raccomandazioni relative ad una o più operazioni concernenti un determinato strumento finanziario; il consiglio o la raccomandazione devono essere personalizzati, ossia presentati come adatti al cliente o basati sulle caratteristiche del cliente stesso (Consob, 2012). I modelli di servizio proposti presentano declinazioni differenti in funzione del livello di personalizzazione (dalla massima standardizzazione ispirata a un approccio prodotto-centrico alla massima personalizzazione basata su un approccio cliente-centrico), del target di clientela servita (ad esempio mass, affluent, o private), delle modalità di remunerazione e del ruolo e delle competenze dei professionisti coinvolti (Consob, 2019).

In Italia, oggi, l'offerta domina la domanda e, in genere, il prodotto e lo strumento finanziario migliore e più efficiente non è quello più acquistato dagli investitori. Gli operatori tradizionali (promotori finanziari, agenti assicurativi, mediatori creditizi, dipendenti bancari, impiegati postali) con i quali il cliente si relaziona, più che consulenti, sono parte integrante di un processo di vendita che porta spesso la clientela ad acquistare i prodotti delle istituzioni che rappresentano, spesso a costi molto elevati, generando così un insanabile conflitto d'interesse. I gestori del risparmio degli italiani, in primis le banche, utilizzano strumenti finanziari efficienti nell'allocazione delle proprie risorse, ma raramente consigliano tali strumenti ai propri clienti.

Peraltro, in seguito a recenti comportamenti che hanno provocato diversi scandali finanziari, si è manifestata in quest'ultimo periodo una certa sfiducia dei risparmiatori verso gli intermediari. Questo ha determinato notevoli sforzi di cambiamento e di perfezionamento dei servizi offerti, soprattutto per ciò che

concerne la trasparenza e il taglio dei costi inutili. La crescita del fenomeno Internet ha accelerato questi cambiamenti, permettendo alle multinazionali bancarie di spiazzare il mercato della vendita tradizionale attraverso l'offerta di strumenti finanziari a bassissimo margine, compensati da grandi volumi e dall'assenza dei costi rappresentati dal mantenimento di una banca fisica. Le multinazionali dell'asset management hanno realizzato strumenti privi di margini di provvigioni e molto efficienti come gli Exchange Traded Funds, i mutui con spread ridotti ed i conti correnti di deposito ad alta remunerazione. Dal 2000 si è così registrata una fortissima crescita dei conti correnti online, passati in poco tempo da poche migliaia a svariati milioni. Questo dimostra la ricerca degli investitori di strumenti operativi semplici, a basso costo e che permettano di poter accedere ai diversi mercati senza subire la pressione dell'operatore bancario o del promotore finanziario. Con l'incremento, attraverso la rete, delle informazioni e della cultura finanziaria, si è ridotto il peso dato dal marchio della società nella scelta del proprio interlocutore e nella ricerca della trasparenza.

Le nuove strategie commerciali e la saturazione del mercato della vendita hanno comportato una perdita di professionalità ed una diminuzione dei guadagni per gli operatori tradizionali, oggi costretti spesso a un ruolo di venditori di prodotti, con compensi saldamente legati alle provvigioni.

Il consulente indipendente in investimenti finanziari può fornire al cliente un servizio d'assistenza finalizzato al riconoscimento del suo patrimonio, degli impieghi e degli obiettivi, oltre alle informazioni utili al miglior impiego del prodotto e agli strumenti finanziari da utilizzare; il requisito d'indipendenza che contraddistingue questa figura professionale rappresenta anche la differenza fondamentale rispetto al promotore finanziario, in quanto è un libero professionista che presta la sua opera in totale assenza di conflitto d'interesse e che fornisce al cliente un semplice servizio di consulenza.

Si è aperta, pertanto, per molti promotori finanziari italiani la possibilità di scegliere se rimanere agente o diventare libero professionista, avendo il controllo della clientela, guadagni in funzione della propria professionalità, collaborazioni e partnership con altri professionisti, dando vita a studi associati e società di consulenza fee only.

In materia di investimenti, si è avuto negli ultimi un forte rilancio del risparmio gestito, che ha aumentato considerevolmente il suo ruolo nel finanziamento dell'economia e nell'efficiente allocazione della ricchezza delle famiglie.

Per le banche, lo sviluppo del risparmio gestito ha costituito un'importante fonte di ricavo negli anni immediatamente successivi alla crisi finanziaria ed è stato posto al centro delle loro strategie di crescita, anche per il ridotto assorbimento patrimoniale rispetto all'intermediazione tradizionale.

Negli anni precedenti alla crisi finanziaria, i flussi di raccolta si erano indirizzati prevalentemente verso i prodotti di risparmio assicurativo; ultimamente, la crescita è stata trainata soprattutto dai fondi comuni aperti e questo ha contribuito a far assumere alle due componenti del risparmio gestito (il risparmio assicurativo e le gestioni collettive) un peso pressoché equivalente.

Più recentemente, la raccolta di risparmio gestito è stata caratterizzata dall'emergere di un nuovo prodotto: i Piani di Risparmio Individuale ("PIR").

In Italia, come nel resto dell'Europa continentale, sono le banche e le assicurazioni ad avere un ruolo cruciale nella gestione del risparmio; esse sono presenti sia nella fase della costruzione e gestione finanziaria dei prodotti di risparmio gestito (la "produzione") sia in quella della distribuzione alla clientela. Relativamente a questa fase, i gruppi bancari occupano una posizione di dominio: nell'offerta retail essi collocano la quasi totalità dei fondi comuni (per il 70 per cento attraverso il canale degli sportelli, per il 30 per cento con la rete dei consulenti) e una larga maggioranza (oltre il 60 per cento) delle polizze assicurative. La politica di offerta alle famiglie e ai risparmiatori al dettaglio è andata sempre più differenziandosi in funzione della tipologia di clientela,

polarizzandosi tra il segmento della clientela maggiore (“private”) e quello della clientela minore (“mass-affluent”). Mentre l’offerta nel segmento “private” include un’ampia e articolata gamma di prodotti, in cui figurano in prevalenza fondi gestiti dalle maggiori case di investimento estere, la domanda della clientela “minore” viene soddisfatta utilizzando i prodotti del gestore “di casa” o delle SGR con le quali vi sono accordi di partnership.

Accanto alle grandi banche, conservano un ruolo importante i gruppi dediti alla sola distribuzione di prodotti del risparmio gestito e al wealth management. Più eterogenea è la situazione delle piccole banche: all’attività di semplice distribuzione di prodotti di terzi, basati su una molteplicità di accordi di collocamento, si contrappone la sottoscrizione, da parte di alcune di esse, di accordi di partnership strategica con operatori specializzati nel risparmio gestito (Barbagallo, 2018).

In Italia, la crescita dei prodotti assicurativi e dei fondi pensione ha spinto il settore del risparmio gestito che presenta un grande potenziale di crescita, in quanto solo il 30% delle attività finanziarie delle famiglie è attualmente gestito, contro una media europea del 41%. Nel nostro paese, peraltro, nell’ambito dell’offerta del risparmio gestito, emerge la pressoché totale assenza degli operatori dal mercato degli ETF, prodotti con costi contenuti grazie a politiche di gestione di tipo passivo, che si è pur tuttavia sviluppato con ritmi non dissimili da quelli degli altri paesi.

Tra i fattori che stanno modificando il tessuto sociale e le abitudini di consumo c’è il fenomeno della digitalizzazione. Con la rapida diffusione della telefonia mobile e dalla rivoluzione di Internet, e più recentemente anche dei social media, i big data e i data & analytics, Internet, smartphone, tablet, social network, blog, community fanno parte della quotidianità della maggior parte della popolazione nei paesi avanzati.

Internet sta cambiando il modo in cui le informazioni vengono fornite agli investitori e come questi possono agire in base a tali informazioni. Ha abbassato

i costi fissi e quelli marginali di produzione di servizi finanziari, consentendo così ad aziende più nuove e più piccole di poter sfidare i fornitori affermati di questi servizi. Tuttavia, anche il nuovo contesto per gli investimenti potrebbe avere un lato oscuro: la grande quantità di dati sugli investimenti disponibili online potrebbe portare gli investitori a diventare troppo sicuri della loro capacità di scegliere azioni e altri titoli (Barber, Odean, 2001).

I “nativi digitali”, nati e cresciuti in concomitanza con la diffusione delle nuove tecnologie informatiche e che quindi hanno grande familiarità con i dispositivi digitali, sono in costante crescita; si tratta di una fascia di popolazione naturalmente propensa all'utilizzo della rete e delle tecnologie informatiche e digitali, preferite per immediatezza e semplicità ad altri tipi di canali.

È nato, pertanto, un nuovo modello di servizio di consulenza prestata al pubblico, in materia di investimenti, attraverso piattaforme internet mediante l'impiego di algoritmi. L'uso della tecnologia digitale comporta numerosi vantaggi, primo fra tutti, la raggiungibilità di un pubblico molto più vasto rispetto a quello a cui è destinata la prestazione del servizio attraverso le forme tradizionali, ma allo stesso tempo presenta alcune problematiche. Tra queste, occorre tenere presente l'impossibilità delle macchine nel gestire l'emotività del cliente o la non comprensione delle informazioni che la macchina stessa rende. Da qui l'importanza dell'intervento umano (consulente finanziario) che è in grado di cogliere meglio gli aspetti emotivi e psicologici e di capire i limiti nella comprensione delle informazioni fornite. L'algoritmo affronta problematiche ben strutturate e ben evidenti, utilizzando analisi che ragionano su tematiche semplici; tanto più il problema sottoposto al consulente è complesso (perché, per esempio, introduce profili di tipo legale, fiscale, intergenerazionale, assicurativo) tanto più utile è l'intervento del consulente finanziario competente e preparato.

### **1.3 – Conoscenza del servizio e drivers della domanda di consulenza**

L'intermediario non può dar luogo all'investimento se prima non ha informato il cliente dei costi del servizio offerto. In particolare, deve indicare: il prezzo totale comprensivo di ogni competenza, commissione, onere, spesa e imposta da pagare tramite l'intermediario a carico del cliente per il servizio o lo strumento finanziario, i singoli elementi che compongono il costo totale, le spese e i tassi di cambio per gli investimenti in valuta e la possibilità che emergano altri costi e imposte al di fuori di quelli da pagare all'intermediario (Consob, 2012). L'aspetto relativo ai costi è particolarmente importante, in quanto il loro ammontare riduce il rendimento dell'investimento, spesso in maniera significativa.

Un'ampia fascia di investitori riceve un servizio di consulenza molto "standardizzato" oppure non riceve alcun servizio perché il prezzo di offerta è superiore alle loro possibilità economiche (cosiddetto *advice gap*). Questo fenomeno è particolarmente diffuso tra gli individui con un basso livello di patrimonio, che hanno minori conoscenze finanziarie, scarso apprezzamento del servizio di consulenza e bassa propensione a pagare. Tutto ciò ha assunto un certo rilievo nel dibattito istituzionale, nella consapevolezza che la qualità delle scelte economico-finanziarie dei risparmiatori potrebbe trarre beneficio da un servizio professionale personalizzato e di qualità, reso nel miglior interesse del cliente (Caratelli, Giannotti, Linciano, Soccorso, 2019).

Secondo i dati dell'Osservatorio Consob sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, si stima che solo il 20% degli investitori si avvalga di un supporto professionale attraverso i consigli di un consulente finanziario dedicato, mentre circa il 40% si rivolge principalmente ad amici, parenti e colleghi (*informal advice*). Il motivo principale che è alla base della mancata richiesta di consulenza è costituito dalla sfiducia verso gli intermediari e dalla convinzione che non sia necessaria dal momento che si investono piccole

somme di denaro. Tra gli investitori disponibili a ricorrere all'assistenza di un consulente, peraltro, la maggior parte non è a conoscenza del costo del servizio e comunque non è disposta a pagarlo (Consob, 2019).

La cultura finanziaria degli italiani resta contenuta sebbene in lieve miglioramento rispetto agli ultimi anni. La mancanza diffusa di competenze basilari impedisce scelte consapevoli nel quotidiano, causando potenziali effetti negativi sulla finanza delle singole famiglie. Sarebbero necessari programmi di educazione finanziaria rivolti a specifiche categorie a maggior rischio, come individui a basso reddito, con costi contenuti e tempi ridotti, producendo benefici finanziari quasi immediati (PwC, Politecnico Milano, Deus Technology, 2018).

Nonostante questo, negli ultimi anni, sono aumentati in modo significativo gli investitori che si affidano a un consulente o delegano a un gestore. Nelle scelte d'investimento, prevale la tendenza a prediligere un'unica modalità (tra scelta autonoma, informal advice e affidamento a un esperto) nel 73% dei casi mentre nel restante 27% si agisce combinando diversi stili decisionali. La scelta del consulente è guidata prevalentemente dalla segnalazione ricevuta dalla propria banca di riferimento e dalle competenze del professionista. La mancata percezione del valore aggiunto del servizio di consulenza è un altro importante fattore che ne disincentiva la domanda. A questo si unisce l'incremento della vulnerabilità finanziaria in seguito alla crisi innescata dalla pandemia (Consob, 2020).

Particolarmente importante è studiare la relazione esistente tra la domanda di consulenza e le conoscenze finanziarie è di fondamentale importanza.

La *financial literacy* è definita dall'OECD come “*knowledge and understanding of financial concepts and risks, and the skills, motivation and confidence to apply such knowledge and understanding in order to make effective decisions across a range of financial contexts, to improve the financial well-being of individuals and society, and to enable participation in economic*



*life*” (Stolper, Walter, 2017); è correlata positivamente con il livello di istruzione, la ricchezza, l’esperienza finanziaria, la tolleranza al rischio e i bassi tassi di sconto.

In un’indagine condotta nel 2012, per conto dell’Organizzazione per la Cooperazione dello Sviluppo Economico (OECD), in 18 paesi del mondo relativa alle competenze finanziarie degli adolescenti, in 16 di questi si è riscontrato un livello abbastanza vicino alla media normalizzata di 500 punti fornita dalla stessa OECD. All’interno di questo gruppo l’Italia presentava un punteggio di 466, leggermente inferiore alla media. Nel 2015 questo punteggio è salito fino a 483 (PISA, 2015), mentre nel 2018, a fronte di una media di 505, ha presentato un valore di 476 (PISA, 2018).

Numerosi lavori empirici dimostrano che i comportamenti sono guidati soprattutto dalle percezioni piuttosto che dalle circostanze oggettive, per cui è molto importante verificare anche il ruolo delle conoscenze percepite (*overconfidence*). Secondo uno studio condotto nel 2016, anche *l’overconfidence* può quindi guidare le scelte economico-finanziarie; è più frequente tra gli uomini, i più giovani ed i meno abbienti e può sia aumentare che ridursi con le conoscenze finanziarie.

La relazione esistente tra la domanda di consulenza e *literacy* non è univoca, cioè può essere positiva, negativa o non significativa, mentre la domanda di consulenza è generalmente associata negativamente *all’overconfidence* e ad altri bias comportamentali ed è influenzata positivamente dalla fiducia nei consulenti. Un altro aspetto da prendere in considerazione è quello della *self-confidence*: questa diminuisce con le conoscenze finanziarie, la familiarità con i prodotti finanziari e con l’esperienza, mentre aumenta con l’età, la ricchezza, l’occupazione ad alto reddito e l’attitudine al rischio.

Fatte queste premesse, i risultati dello studio effettuato hanno evidenziato che le conoscenze finanziarie sono minori per le donne e per i soggetti più anziani e sono correlate positivamente con la familiarità dei prodotti finanziari,

l'avversione al rischio (avversione alle perdite), l'ottimismo e la fiducia negli intermediari.

La domanda di consulenza aumenta direttamente e/o indirettamente con le conoscenze finanziarie e la propensione ad avvalersi di un consulente è più frequente tra le donne, i più anziani, i soggetti avversi al rischio, i più abbienti e quelli che indicano nella fiducia negli intermediari il *driver* principale della scelta di investire (Linciano, Gentile, Soccorso, 2016).

La conoscenza dei tratti che caratterizzano il servizio di consulenza è in realtà poco diffusa. Sempre secondo le rilevazioni Consob, infatti, la maggior parte degli investitori non conosce le caratteristiche del servizio o gli obblighi che l'ordinamento pone in capo all'intermediario che offre consulenza in materia di investimenti. Inoltre, il 37% degli intervistati è convinto che la consulenza sia gratuita, il 45% non sa se il consulente viene retribuito, mentre il 50% circa degli investitori non è comunque disposto a pagare per il servizio (Consob, anni vari).

Da una survey Consob del 2018, relativa a un campione di consulenti e dei rispettivi clienti, emerge che le opinioni di consulenti e investitori su alcuni dei principali elementi della decisione di investimento presentano molto spesso un certo grado di disallineamento, che può incidere sia sulle aspettative che sulla percezione del valore aggiunto del servizio da parte degli investitori stessi.

Con specifico riferimento alla consulenza automatizzata, i dati dell'Osservatorio Consob 2016 segnalano che l'87% dei risparmiatori non ha familiarità con questa tipologia di consulenza e che solo il 15% si dichiara disponibile a fruirne una volta apprese le sue caratteristiche; si tratta prevalentemente di uomini giovani con elevati livelli di istruzione e alfabetizzazione finanziaria.

Un lavoro recente ha fornito un interessante contributo attraverso un'analisi qualitativa relativa alle percezioni degli investitori in merito al valore della consulenza. Questa analisi si è basata su due focus groups a cui hanno

partecipato, rispettivamente, investitori assistiti da consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede mandatarie di una banca-rete di promozione finanziaria e investitori che, pur avendo un dossier titoli attivo presso un istituto bancario tradizionale, non sono supportati da un consulente dedicato. Gli incontri condotti hanno consentito di raccogliere informazioni sui fattori, basati anche sulle condizioni sociali e culturali, in grado di incentivare o scoraggiare la domanda di consulenza.

A tal fine, lo studio ha approfondito la conoscenza e la percezione del valore del servizio, le aspettative relative al ruolo del consulente e le esperienze avute con i professionisti di riferimento, anche in rapporto alla qualità della relazione e alla disponibilità a remunerare il professionista.

Relativamente all'approccio al risparmio, i focus groups hanno messo in evidenza che c'è una particolare attenzione alla gestione del denaro e che il risparmio viene percepito come importante. Tuttavia, manca un'attività sistematica di pianificazione finanziaria, mentre l'impegno a risparmiare ed i relativi obiettivi variano a seconda delle circostanze e del ciclo di vita personali. L'approccio generale agli investimenti è di tipo cautelativo dal momento che il principale obiettivo è la conservazione del capitale. La liquidabilità degli investimenti, inoltre, è un aspetto di fondamentale importanza. È diffusa la consapevolezza che un rendimento atteso elevato si associa a un rischio elevato e che il livello di rischio da assumere va commisurato anche all'orizzonte temporale di riferimento.

Per gli investitori assistiti da un consulente dedicato, questi è un importante punto di riferimento in tutte le fasi del processo di investimento e durante eventuali turbolenze di mercato. Al consulente si riconosce, in particolare, una funzione educativa sia al momento della scelta sia in occasione del monitoraggio dell'investimento, quando fornisce un quadro dei mercati finanziari e spiega le nozioni necessarie per comprendere i prodotti e l'andamento del portafoglio. Il grado di soddisfazione nei confronti del

consulente non è omogeneo, ma negli ultimi anni il giudizio sulla consulenza ricevuta è progressivamente migliorato e la figura del consulente è percepita come sempre più necessaria in un contesto di incertezza come quello attuale. Tra coloro che non sono assistiti da un consulente finanziario dedicato, prevalgono un sentimento di sfiducia verso gli intermediari bancari e la tendenza a prendere decisioni in modo autonomo oppure a rivolgersi in modo informale a soggetti che si ritengono esperti in ambito finanziario. In generale, si percepisce un peggioramento nel modello di business delle banche, per effetto del forte turnover del personale, sempre più impreparato e sempre meno attento ai clienti. In altre parole, la relazione con gli addetti della banca appare sempre più impersonale anche in seguito alla crescente digitalizzazione dei servizi e alla chiusura delle filiali (Caratelli, Giannotti, Linciano, Soccorso, 2019).

#### **1.4 – Dalla consulenza di base alla consulenza evoluta**

Nell'ambito bancario, dove sono operativi sia gruppi universali specializzati nell'offerta di servizi di investimento, prevalentemente attraverso i canali tradizionali, sia reti specializzate di consulenti, il livello di servizio può spaziare dalla consulenza di base a quella evoluta (Consob et al., 2019).

Negli ultimi anni, negli investitori, si è avuta un'evoluzione nell'approccio ai mercati, con la comparsa di nuovi atteggiamenti quali il ridimensionamento delle attese (mantenimento del capitale vs guadagno), l'acquisizione di consapevolezza, informazione, vigilanza e controllo, la scelta di prodotti più semplici e comprensibili e una maggiore razionalità accompagnata da minore emotività ed istintività.

Con l'entrata in vigore della MiFID, l'offerta di servizi di investimento da parte delle banche si è evoluta attraverso l'offerta a tutta la propria clientela del

servizio di consulenza di base gratuito, al fine di garantire ai propri clienti la maggior tutela derivante dall'applicazione della valutazione di adeguatezza. In una fase successiva, è stata approfondita anche da parte delle Autorità di vigilanza, la portata della disciplina MiFID sulla consulenza, sono state affinate le scelte strategiche delle banche connesse al modello di servizio offerto alla clientela, sono stati rafforzati i sistemi procedurali interni di profilatura della clientela e di mappatura dei prodotti, che sono essenziali per la valutazione di adeguatezza, ed è stata integrata la disciplina contrattuale del servizio di consulenza.

La consulenza di base si rivolge in genere a una tipologia di clientela mass market (in alcuni casi tutta la clientela) e al relativo patrimonio presso la banca, le cui necessità sono costituite prevalentemente dall'accumulazione e dalla creazione di capitale per integrare il reddito da pensione o sostenere eventuali spese future. Questa tipologia di servizio è gratuita e in genere non è remunerata autonomamente poiché le commissioni sul prodotto acquistato dal cliente sono destinate al produttore che poi ne retrocede una parte alla rete distributiva. La valutazione di adeguatezza è effettuata secondo un'analisi multivariata dei rischi ed è caratterizzata da una validità temporale definita secondo varie modalità: può essere contestuale al rilascio della raccomandazione e ripetuta al momento dell'esecuzione delle disposizioni per verificarne la validità, può essere caratterizzata da raccomandazioni valide solo per la giornata del rilascio o da raccomandazioni valide per più giorni. Il perimetro relativo ai prodotti è generalmente a catalogo (singoli titoli o fondi) emessi dalla banca e/o da altri istituti del gruppo di appartenenza.

Il cliente che fruisce di tale servizio di solito interagisce con figure professionali differenti, a seconda del target di clientela, che hanno in genere competenze specialistiche limitate e non con un consulente a lui specificamente dedicato. Il servizio viene fornito attraverso un processo semplificato, molto spesso rappresentato da un singolo check-up finanziario, all'interno del quale il

professionista utilizza come strumenti di supporto questionari di profilatura di base e portafogli modello predefiniti da un team dedicato.

Può essere offerto un servizio aggiuntivo di assistenza post-vendita distinto dalla consulenza e caratterizzato da un monitoraggio dei portafogli dei clienti rispetto al proprio profilo di rischio che conduce all'invio di una comunicazione standardizzata semestrale degli eventuali disallineamenti e un'informativa sulla variazione del rating dei prodotti collocati o distribuiti (Sabatini, 2012).

La consulenza evoluta si rivolge alla sola clientela affluente e si configura come un servizio integrato, articolato e altamente personalizzato, destinato a investitori con patrimoni elevati (cosiddetta clientela private, High Net Worth Individuals – HNWI – e Ultra High Net Worth Individuals – UHNWI); risponde a bisogni articolati, come la protezione del patrimonio compreso quello immobiliare, il passaggio generazionale d'impresa e la pianificazione fiscale, previdenziale e successoria. Questo servizio è a pagamento ed è remunerato attraverso commissioni variamente definite e spesso flessibili a seconda della soluzione e delle analisi richieste dal cliente (fee only, fee on top e/o commissioni di performance). Il livello del servizio è ispirato alla logica di portafoglio, la valutazione di adeguatezza è per portafoglio ed il perimetro dei prodotti è piuttosto ampio, includendo titoli, ETF, derivati e prodotti assicurativi. Vengono effettuati un monitoraggio ed una reportistica frequenti al fine di individuare e correggere tempestivamente eventuali scostamenti dal livello di rischio prescelto. Il cliente fa riferimento a uno specifico specialista con competenze sia di mercato/prodotto sia relazionali ricorrendo spesso a reti specializzate di consulenti, che riescono ad attrarre clienti orientati all'acquisto di servizi ad alto valore aggiunto. Gli strumenti di supporto utilizzati sono i questionari per la valutazione di adeguatezza ed i sistemi di monitoraggio e portafogli modello predefiniti (Consob et al., 2019).

Generalmente, i grandi gruppi bancari si rivolgono a tutti i segmenti di clientela, dal mass market al private, con brand separati e con livelli di servizio

differenziati. Tra le banche che rappresentano gli operatori che posseggono attualmente le maggiori quote di mercato in termini di AUM nei servizi di investimento, poche sono quelle che hanno lanciato un servizio di consulenza a pagamento, soprattutto per motivi di sostenibilità, mentre maggiore è la sperimentazione di questo modello tra gli operatori specializzati, quali banche private, rete di promotori e SIM di consulenza. In futuro si ritiene che per lo sviluppo della consulenza finanziaria a pagamento sarà di fondamentale importanza la capacità degli intermediari di sviluppare e differenziare i servizi in funzione dei bisogni e delle aspettative della clientela (Brunamonti, 2019).

### **1.5 – Operatori finanziari tradizionali vs operatori FinTech: conflitto o integrazione**

L'Information Technology (IT) ha rivestito un ruolo estremamente importante nell'attrarre e trattenere i clienti ed ha rivoluzionato il concetto di distribuzione, ridefinendo le modalità con cui le aziende si relazionano con la propria clientela. In particolare, lo sviluppo di Internet, ha reso possibile la distribuzione di prodotti e servizi forniti da società di servizi finanziari e di investimento con un minimo o nullo intervento da parte dell'uomo (Petric, 2015).

Lo sviluppo della tecnologia digitale ha fortemente ridotto il ricorso ad intermediari nel rapporto tra gli istituti di credito e i clienti. Questi ultimi preferiscono affidarsi sempre meno al rapporto diretto con gli operatori in favore di strumenti digitali che sono in grado di offrire profili di riservatezza e di attenzione nel trattamento dei dati sensibili sempre più avanzati. Questa tendenza ha conseguenze dirette anche sulla valenza strategica degli sportelli bancari, che si stanno riducendo per numero e dimensioni, mettendo in discussione vecchi modelli di business consolidati e metriche di valutazione

delle banche, basate tra l'altro anche sul numero degli sportelli. In questo trend, si inserisce il proliferare di web banks (banche tradizionali con comparti digitali).

Nell'ultimo ventennio, si è ormai consolidata la pratica di accesso consultivo e dispositivo alle principali operazioni bancarie tramite home banking e a questa modalità operativa se ne sono affiancate altre sempre più sofisticate. In particolare, l'ingresso di startups tecnologiche nel business sta modificando profondamente la struttura del mercato, richiedendo una risposta strategica da parte di attori consolidati, spesso caratterizzati da una rigidità organizzativa e tecnologica e da elevati profili di costo (Philippon, 2016). Con il frequente utilizzo di nuovi servizi informatici, il cliente induce le istituzioni finanziarie Incumbent ad allineare il proprio modello di offerta ai nuovi trend fondati su applicativi e tecnologie come smartphones e social media.

Questa rivoluzione digitale è rappresentata dal fenomeno FinTech (FinancialTechnology), che apre nuove opportunità e crea nuove modalità di accesso al credito. Il FinTech diventa così un'ulteriore leva alla crescita della competitività, soprattutto se opportunamente integrato con le politiche regionali e nazionali (Visconti, 2020).

In base ad una recente definizione, FinTech è *“a set of recent developed digital computing technologies that have been applied – or likely to be applied – to financial services”*. Secondo l'Action Plan on FinTech emanato dalla Commissione europea nel 2018, la parola FinTech descrive l'impatto delle nuove tecnologie (ad esempio i software) sul settore dei servizi finanziari, comprendendo una varietà di prodotti, applicazioni e modelli di business.

Negli ultimi dieci anni il FinTech è emerso come una forza trainante che ha rimodellato il settore finanziario ed è considerato come un campo innovativo ed emergente. In quanto innovazione basata sulla tecnologia, si ritiene che esso possa rivoluzionare il modo in cui i servizi ed i prodotti finanziari vengono progettati, forniti e distribuiti. Negli ultimi cinque anni, il mercato globale del



FinTech ha avuto una crescita esponenziale e, secondo Market Data Forecast, raggiungerà i 305 miliardi di dollari nel 2025. FinTech rappresenta quindi una vera e propria forma di “innovazione finanziaria” incentrata sulla tecnologia, con la potenziale capacità di rivoluzionare il quadro finanziario esistente. Nel settore bancario, si ritiene che abbia ridotto i costi operativi, consentito un flusso e una gestione delle informazioni migliori, aggiunto valore ai servizi offerti e creato migliori relazioni con i clienti. Una delle più importanti tecnologie responsabile di questa rivoluzione FinTech è rappresentata dalla consulenza automatizzata con il Robo-advice (Aljandali, Benamraoui, 2020). In prospettiva futura, appare cruciale la valutazione del contributo che i soggetti già attivi nel comparto della consulenza possono dare allo sviluppo della consulenza automatizzata.

La maggior parte degli istituti presi in considerazione da uno studio eseguito nel 2017 da un gruppo di lavoro Consob-Università, ha dichiarato di aver già automatizzato specifiche fasi della prestazione del servizio di consulenza e di avere intenzione di procedere anche con riferimento ad altre aree, quali la raccolta delle informazioni ai fini della valutazione di adeguatezza, l’elaborazione della raccomandazione di investimento e il monitoraggio del portafoglio. La digitalizzazione di una o più fasi del processo è considerata strumentale ad ampliare gli spazi che il professionista può dedicare alla relazione con i clienti, che continua a rivestire un ruolo centrale nel modello di business.

La realizzazione di questi progetti di progressiva automazione va dall’acquisizione di servizi in outsourcing da soggetti terzi (software houses) a partnership con imprese FinTech all’innovazione in house mediante l’istituzione di un innovation team per lo sviluppo di algoritmi, software proprietari e competenze in tema di big data analytics.

A una visione dicotomica del fenomeno che vedrebbe le startups contrapporsi agli intermediari tradizionali nel panorama dell’offerta rivolta al cliente finale

sembra, dunque, si stia sostituendo la prospettiva di un graduale affiancamento tra imprese FinTech e operatori finanziari tradizionali, secondo una strategia di collaborazione che consenta alle prime di raggiungere la massa critica necessaria alla sostenibilità del proprio modello di business e agli intermediari già attivi nel comparto di ampliare offerta e margini sfruttando le potenzialità connesse all'innovazione (Linciano, Soccorso, 2019).

Da parte loro i consulenti sono consapevoli dell'importanza che le piattaforme high-tech possono rivestire come supporto alle loro attività, ma ritengono difficilmente probabile uno scenario in cui un Robo-advisor sostituisca l'uomo, confermando in tal modo il fatto di non credere che le nuove tecnologie avranno un impatto dirompente sul loro operato.

Si ritiene infatti che un consulente virtuale non sarà mai capace di imitare, almeno nel prossimo futuro, la relazione e il contatto col cliente. Il 72% dei consulenti mette al centro della relazione la capacità di creare un rapporto di fiducia stabile e duraturo perché ritengono che per il cliente italiano sia fondamentale trovare un riferimento a cui affidarsi senza preoccupazioni soprattutto nelle situazioni di incertezza e di rischio (PwC, 2015).

La diversità dei processi operativi e della cultura delle FinTech, rispetto a quelli delle banche, crea opportunità e sfide per entrambe le parti. Le banche posseggono infrastrutture, tradizioni, competenze finanziarie e una clientela ben consolidata, mentre le FinTech sono percepite come innovative, agili e potenzialmente in grado di attrarre molteplici clienti (Anagnostopoulos, 2018); esse fanno affidamento in gran parte sui finanziamenti provenienti da *venture capitalists*, interessati prevalentemente a quelle imprese caratterizzate da un rapido tasso di crescita e da un profilo innovativo-tecnologico piuttosto elevato, ma, senza una collaborazione strategica, fino al 95% di esse fallirebbe nella fase di *scale-up*. Le "innovazioni dirompenti" guidate dalle FinTech stanno comunque influenzando i modelli di business, i comportamenti dei clienti e le future strutture utilizzate dalle società finanziarie.

Per tutti questi motivi, si ritiene più appropriata un'integrazione tra banche tradizionali e FinTech piuttosto che un conflitto tra di loro.

Sulla base dei risultati di un'indagine condotta in Italia nel 2016 da PwC per capire le aspettative delle persone in termini di servizi di consulenza e se esse siano pronte a adottare una soluzione di consulenza completamente automatizzata, si ritiene che il futuro sarà per lo più digitale (il 40% degli intervistati è già attualmente favorevole a questo tipo di consulenza, con probabile crescita in seguito all'interessamento delle nuove generazioni). D'altra parte, i clienti presentano comportamenti ed esigenze di investimento differenti; pertanto, non c'è una soluzione che possa soddisfare le aspettative di tutti e quindi non è consigliabile, per le istituzioni finanziarie, creare un solo modello di consulenza.

Attualmente, le maggiori banche tradizionali sono orientate a proseguire nella direzione, già avviata da tempo, dell'automazione dei processi di una o più fasi della consulenza (dalla stipula del contratto alla profilatura, dall'elaborazione della raccomandazione di investimento all'eventuale esecuzione degli ordini e al ribilanciamento del portafoglio), fino all'automazione totale o parziale (Caratelli, Giannotti, Linciano, Soccorso, 2019). Questo anche per la necessità di dotarsi di un canale distributivo alternativo a quello tradizionale, sfruttando l'innovazione tecnologica per ampliare gli spazi a disposizione del consulente fisico nella relazione con il cliente. In alcuni casi, questa offerta di consulenza automatizzata è già presente con diversi livelli di automazione e con un diverso grado di autonomia rispetto agli operatori finanziari.

I cambiamenti e le profonde trasformazioni attraversate dal settore bancario negli ultimi dieci anni stanno quindi imponendo una revisione del modello di business allo scopo di servire meglio e a costi più bassi tutti i clienti attraverso l'uso della tecnologia e della digitalizzazione. In particolare, l'uso di questi strumenti sta spingendo il settore dell'Asset & Wealth Management e della consulenza finanziaria in generale a un importante riposizionamento e la

tecnologia sta diventando parte integrante di un servizio percepito a valore aggiunto dai clienti. La consulenza finanziaria potrà essere maggiormente erogata a distanza, online e su dispositivi digitali con l'aspettativa che questa rivoluzione abbia un impatto positivo su tutti i segmenti della clientela, in particolare sugli appartenenti al segmento mass/affluent, da sempre più sensibile alle innovazioni tecnologiche e a soluzioni fai da te a basso costo. Da parte sua, il cliente medio è sempre più informato e attento e usa tutti i mezzi a disposizione per recuperare e confrontare le informazioni. Occorre poi considerare che i millennial rappresentano gli utenti del futuro e ad essi le banche dovranno guardare nel medio periodo: chiedono maggiore sicurezza, semplicità, personalizzazione, convenienza, accessibilità e minori vincoli. Per le banche, in questa fase di trasformazione digitale, sarà sempre più fondamentale acquisire e fidelizzare il cliente, abbassare i costi operativi e creare nuove fonti di ricavi (Folcia, Panebianco, James, 2016).

Un percorso di cooperazione potrebbe quindi essere alla base di un nuovo modello di business, nel quale i players tradizionali combinano le loro competenze nei servizi finanziari con l'agilità dei nuovi soggetti entranti.

Un modello emergente, in particolare nel settore bancario e finanziario, è quello in base al quale le startups FinTech, per vendere i loro servizi e prodotti, devono avere accesso a partners che sappiano gestire un sistema bancario di base; gli istituti finanziari, a loro volta, possono fornire questo servizio e possono vendere i prodotti delle startups a terzi in forma anonima. Diversi istituti finanziari hanno optato per questa soluzione al fine di creare legami con le FinTech, posizionandosi come fornitori di servizi e dando indicazioni alle startups sul loro core business bancario; alcune di queste, da parte loro, utilizzano una serie di piattaforme esistenti per la distribuzione di prodotti di risparmio, vendendo soluzioni costruite utilizzando i prodotti finanziari tradizionali. In cambio, l'istituto partner può osservare direttamente come si

evolvono le relazioni con i clienti e adattare la sua offerta alle esigenze delle startups FinTech e degli utenti finali (Nicoletti, 2017).

Non bisogna peraltro trascurare che diversi importanti ostacoli potrebbero limitare le relazioni commerciali tra i due partners. Dal punto di vista degli incumbents, i nuovi operatori non possiedono i requisiti di sicurezza informatica conformi alle norme e sono privi di certezza normativa. Da parte delle FinTech, i contrasti derivano dalle differenze culturali e dai diversi processi operativi utilizzati. Inoltre, i sistemi delle banche non sono ancora in grado di acquisire per intero un ecosistema digitale, perciò queste devono “ri-specializzarsi” e potenzialmente trarre vantaggio dal considerare le FinTech come partners piuttosto che come concorrenti. La nuova economia dimostra che nessuno è l’esperto indiscutibile in alcun campo, quindi il vecchio modello di business di provare a controllare l’intero terreno non è così efficace (Anagnostopoulos, 2018).

Finora, i servizi finanziari tradizionali hanno risposto in gran parte collaborando con le startups FinTech piuttosto che cercando di acquisirle. Gli istituti devono sviluppare questa partnership per fidelizzare i clienti e per innovare, mentre le startups FinTech hanno bisogno di collaborare con gli istituti finanziari, soprattutto per la disponibilità di fondi. Il compito di realizzare un simile matrimonio è sicuramente molto difficile, ma realizzabile.

## **1.6 – Conclusioni**

In questo capitolo si sono analizzate le importanti evoluzioni verificatesi nell’offerta di consulenza finanziaria in Italia, che, in seguito a profonde innovazioni normative, ha visto un ampliamento della tipologia di providers presenti, con diversi modelli di servizio proposti. Gli investitori italiani si avvalgono in genere di una consulenza finanziaria contenuta e, nella scelta di

un consulente, rivestono un ruolo fondamentale le competenze dell'esperto. Coloro che hanno come esigenza principale quella di crearsi un capitale con lo scopo di integrare il proprio reddito o sostenere eventuali spese future, usufruiscono in genere di una consulenza di base, mentre la consulenza evoluta è per lo più destinata ad investitori con patrimoni elevati e si presenta come un servizio articolato e altamente personalizzato. Negli ultimissimi anni, in seguito allo sviluppo della tecnologia digitale, i clienti ricorrono sempre meno ad intermediari nel rapporto con le banche ed utilizzano sempre più strumenti digitali. La rivoluzione digitale, rappresentata dal fenomeno FinTech, ha determinato una vera e propria innovazione finanziaria basata sulla tecnologia, che sta rivoluzionando profondamente il quadro esistente. Tutto questo sta già causando e ancora di più causerà profondi cambiamenti nella consulenza finanziaria. Si assisterà probabilmente ad un graduale affiancamento tra operatori finanziari tradizionali e imprese FinTech, basato su una strategia di collaborazione, che potrebbe essere alla base di un nuovo modello di business nel quale le competenze dei primi si combineranno con le innovazioni proprie dei secondi.

## CAPITOLO 2

### IL ROBO-ADVISORY: CARATTERISTICHE E REGOLAMENTAZIONE

#### 2.1 – Introduzione

*"Robo-Advisors are automated investment solutions which engage individuals with digital tools featuring advanced customer experience, to guide them through a self-assessment process and shape their investment behaviour towards rudimentary goal-based decisionmaking, conveniently supported by portfolios rebalancing techniques using trading algorithms based on investments and diversification strategies"* (Sironi, 2016).

Questa definizione sui Robo-advisors, proposta dall'autore Sironi, illustra molto chiaramente il concetto di soluzioni di investimento digitali.

In questo capitolo verranno illustrati i tre modelli operativi di queste piattaforme di gestione patrimoniale, le loro differenze basate principalmente sul tipo e sul grado di automatizzazione apportati al processo di consulenza e i diversi fattori da cui dipende la loro diffusione. Successivamente saranno esaminati gli elementi di successo e le criticità propri del Robo-advisory: tra i primi verranno descritti i quattro pilastri su cui si fonda la value proposition di questo fenomeno, mentre tra gli elementi di criticità si metteranno in evidenza le problematiche legate ai possibili rischi per il consumatore e quelle dovute ai rischi sistemici.

Nei paragrafi successivi si tratterà della regolamentazione del settore, evidenziando la necessità di una reinterpretazione dell'assetto normativo attuale e di come i controlli di vigilanza si dovrebbero ispirare ad un approccio "activity-based"; verranno descritte le linee guida per la consulenza automatizzata emanate dall'Esma nel 2018, rivolte in particolare alla tutela

degli investitori; infine, verranno prese in esame le strategie della Commissione europea volte a promuovere l'innovazione tecnologica nel settore finanziario e a favorire la diffusione delle soluzioni FinTech.

## **2.2 – Definizione di Robo-advisory: modello di servizio puro, ibrido e B2B**

Negli anni più recenti, diversi fattori quali l'aumento della velocità di calcolo dei computer, l'affinarsi dei modelli statistici ed econometrici per la stima dei rendimenti attesi e delle loro volatilità e correlazioni, l'utilizzo di algoritmi sempre più potenti e una maggiore disponibilità dei dati, hanno fatto emergere sistemi di supporto decisionale più intelligenti e più autonomi (DSS), rendendo possibile l'offerta di servizi di asset management automatizzati per la clientela privata a costi estremamente ridotti (Colombari, Tedeschi, 2019). Inoltre, i miglioramenti ottenuti nella capacità di trasferimento dei dati mediante la connettività, hanno consentito l'applicazione del supporto decisionale algoritmico nelle decisioni private, indipendentemente dalla sede in cui si trova l'utente. Un contesto nel quale risulta particolarmente utile questa applicazione è quello della gestione degli investimenti finanziari. I Robo-advisors, altrimenti detti sistemi di gestione degli investimenti digitali, grazie alle funzionalità intelligenti dei sistemi e all'autonomia decisionale, sono alla base dei recenti progressi nel supporto decisionale algoritmico. A differenza dei sistemi di raccomandazione, che si limitano a suggerire azioni ai propri utenti, essi possono digitalizzare l'intero processo di gestione degli investimenti, che precedentemente era condotto direttamente dall'investitore o da un consulente umano, eseguendo autonomamente le loro decisioni. I Robo-advisors offrono ai clienti la possibilità di ottenere consulenza finanziaria e di gestire gli investimenti in qualsiasi momento, il che può quindi avere un impatto



significativo sulla frequenza e sul volume delle transazioni. La loro crescente popolarità rappresenta una sfida per le società di consulenza di investimento e attualmente costituiscono la tendenza più dirompente nella gestione della ricchezza e del patrimonio (Aljandali, Benamraoui, 2020). Tuttavia, per realizzare guadagni efficienti, gli utenti devono essere convinti di poter contare sull'utilizzo di questi sistemi, sempre più autonomi ed intelligenti, come supporto alle loro decisioni private. Infatti, nonostante l'introduzione di questa innovazione, una certa mancanza di fiducia dei consumatori ha ritardato l'adozione di soluzioni Robo-advisor da parte del mercato. Vari studi hanno recentemente dimostrato che l'accettazione dell'utente dipende fortemente dalla configurazione del sistema, specialmente nel contesto dei DSS (Ruhr, 2020). L'intelligenza artificiale e il machine learning, determinando una riduzione dei costi e un miglioramento dell'efficienza nelle operazioni finanziarie, possono permettere ai consumatori e agli investitori di ottenere una serie di benefici, come un accesso più ampio ai servizi finanziari, in quanto le applicazioni dell'intelligenza artificiale ai Robo-advisors facilitano l'utilizzo di vari mercati di asset per gli investimenti. Inoltre, attraverso il credit scoring avanzato per i prestiti FinTech, sono in grado di mettere a disposizione dei consumatori e delle piccole e medie imprese (PMI) fonti di finanziamento più ampie (Financial Stability Board, 2017).

I Robo-Advisors possono essere definiti come piattaforme di gestione patrimoniale digitale che forniscono servizi di pianificazione finanziaria automatizzata e soluzioni di investimento basate principalmente su strumenti passivi ed efficienti in termini di costi, gestendo al contempo queste allocazioni attraverso meccanismi di ribilanciamento (Aljandali, Benamraoui, 2020). Possono essere imprese e piattaforme indipendenti o applicazioni interne di istituzioni finanziarie già insediate.

Essi sono generalmente implementati come siti web ed applicazioni mobile, facilitando l'accesso degli utenti con un questionario standardizzato per la

prima fase del processo di gestione degli investimenti e la creazione di un profilo di rischio. Le informazioni sulle preferenze segnalate attraverso il questionario vengono memorizzate ed elaborate da un sottosistema di gestione delle relazioni con i clienti, mentre le analisi del rischio basate sulla situazione finanziaria dell'utente sono eseguite dal sistema di gestione del portafoglio (PM) di un Robo-advisor. Il sistema PM è, a sua volta, collegato ad un fornitore di servizi di dati finanziari che fornisce in tempo reale informazioni sui prodotti di investimento e sugli sviluppi del mercato per facilitare le restanti fasi del processo di investimento, la creazione di un portafoglio e il suo mantenimento. Pertanto, i modelli determinano i migliori prodotti di investimento disponibili e conducono simulazioni relative al rischio e allo sviluppo del mercato, in modo da ottenere portafogli con la migliore corrispondenza possibile tra il grado di rischio del cliente e il rischio di portafoglio. Inoltre, sono costantemente monitorati gli andamenti del mercato per riequilibrare il portafoglio in caso di divergenze tra il rischio di quest'ultimo e le preferenze degli utenti. Nel corso di questo processo, i Robo-advisors presentano sostanziali differenze per quanto riguarda la loro portata di automatizzazione rispetto alla condotta decisionale di consulenti umani o all'entità del controllo che concedono all'utente. In questo contesto, il livello di automatizzazione determina quindi la misura in cui il processo di consulenza è condotto da un algoritmo piuttosto che da un consulente umano (Ruhr, 2020).

Nel funzionamento del Robo-advisor, una prima distinzione deve essere fatta fra quelli utilizzati per la consulenza individuale e quelli impiegati per la consulenza generica. Entrambe le tipologie hanno in comune il passaggio relativo all'analisi del flusso dei prezzi dei vari asset da cui l'algoritmo elabora il segnale operativo. Nel caso di Robo-advisor utilizzato per la consulenza individuale, il segnale dell'algoritmo dovrà passare per la normativa MiFID ed essere adeguato al profilo di rischio del cliente il quale, avvisato dalle notifiche del mobile banking, provvederà a inoltrare autonomamente l'ordine al broker.

Relativamente alla consulenza generica, la raccomandazione generata dal sistema non deve essere sottoposta a un test di adeguatezza; le modalità di trasmissione del segnale al cliente sono diverse e possono comprendere e-mail, Skype e WhatsApp. Una volta ricevuto il segnale, sarà sempre il cliente finale a doverlo inoltrare manualmente al suo broker.

A seconda del tipo e del grado di automatizzazione apportato al processo, si possono individuare tre diversi modelli operativi: Robo for advisor (B2B, business-to-business) in cui l'automatizzazione del processo di consulenza è sviluppata per il consulente, al fine di supportarlo nelle sue decisioni e nella sua relazione con il cliente; Robo-advisor "ibrido" (B2C, business-to-consumer) in cui l'automatizzazione copre le diverse fasi del processo di consulenza e gestione del portafogli, ma in modo tale da consentire l'intervento del consulente, se richiesto dall'investitore; Robo-advisor "puro" (B2C) in cui il processo di consulenza e gestione è pressoché completamente automatizzato, senza che vi sia l'intervento di un consulente che si interfacci con il cliente.

Più in particolare, il Robo for advisor è uno strumento messo a disposizione del consulente per aiutarlo nella gestione della clientela con l'obiettivo di facilitare il processo di consulenza tramite la proposta automatica di nuovi prodotti, in funzione della profilatura fatta. Per esempio, nel caso ci sia una previsione di rendimento negativa su una asset class, il Robo for advisor comunicherà al consulente quali dei suoi clienti abbiano in portafoglio tale asset class, proponendo un ribilanciamento. Il Robo for advisor, sarà poi in grado di proporre un investimento sostitutivo, in funzione delle preferenze del cliente, corredando l'intera operazione con una breve spiegazione. Questo strumento migliora la qualità del servizio a favore del cliente, consente al consulente di gestire un maggior numero di soggetti diminuendo il costo del servizio e permette una maggiore omogeneità nei prodotti distribuiti alla clientela. Dal punto di vista qualitativo, la soluzione aumenta l'efficienza del processo di consulenza e gestione del risparmio, senza tuttavia apportare fondamentali

modifiche alla customer experience, ovvero al canale attraverso il quale il cliente fruisce del servizio, che rimane prevalentemente un contatto diretto “faccia a faccia”.

Al contrario, i servizi di Robo-advisory “ibridi” e “puri”, comparsi inizialmente negli USA e successivamente approdati in altri paesi, prevedono un limitato contatto diretto tra cliente e consulente. Si caratterizzano per un cambio nel canale di distribuzione del servizio, che diviene quasi esclusivamente digitale, anche attraverso la proposizione di chatbots (programmi che simulano normali conversazioni con altre persone, permettendo alla macchina di avere un’interazione “botta e risposta” con il cliente), e per una completa automatizzazione del processo di ribilanciamento dei portafogli. In particolare, il modello “ibrido” prevede ancora la possibilità di un’eventuale interazione tra consulente e cliente finale nei periodi di maggiore incertezza o per ricevere chiarimenti, attraverso contatti telefonici o colloqui interpersonali in sede. Al contrario, il modello “puro”, non prevede alcun contatto diretto tra cliente e consulente, che viene sostituito completamente dall’interfaccia online.

La diffusione di questi strumenti “puri” e “ibridi” dipende da diversi fattori, quali l’educazione finanziaria degli utenti o la loro propensione a investire in maniera indipendente. L’adozione di tali soluzioni può sicuramente rappresentare un valido compromesso tra la gestione tradizionale e l’investimento diretto. Non a caso i Robo-advisors sono emersi prima nei paesi anglosassoni, caratterizzati da una forte presenza di investitori indipendenti, mentre l’investimento “fai da te” è meno diffuso in Italia, dove tali servizi sono attualmente scarsamente utilizzati. Secondo Backend Benchmarking, le stime sugli AUM dei Robo-advisors nel mondo, pur essendo discordanti tra loro, si aggiravano intorno al trilione di dollari nel 2018, di cui gran parte negli USA. Secondo Statista, le attività gestite in questo settore ammontano a 1,44 miliardi di dollari nel 2020 e dovrebbero crescere del 21% entro il 2023. Le prime società a proporre tali servizi sono state le FinTech, per poi essere imitate dai

principali asset manager presenti sul mercato e da diversi operatori bancari (Colombari, Tedeschi, 2019). Attualmente, le piattaforme di Robo-advisory sono utilizzate da investitori e istituzioni, tra cui consulenti finanziari e investitori che lavorano o che scelgono di non lavorare con consulenti finanziari. Gli utenti di Robo-advisor tendono ad essere più giovani, fiduciosi nelle loro capacità finanziarie e diffidenti nei confronti dei canali tradizionali e la volontà o la motivazione di adottare un Robo-advisor è positivamente correlata con esperienze precedenti (Kim, Cotwright, Chatterjee, 2019).

### **2.3 – Value proposition: elementi di successo e criticità**

Sebbene i dati forniti dai lavori accademici pubblicati fino ad oggi, che esaminano se e come i Robo-advisors offrano un vantaggio sostanziale rispetto ai consulenti umani, siano ancora relativamente preliminari, l'adozione di tali servizi si basa sulla possibilità che essi possano fornire un valore aggiunto. I Robo-advisors possono generare un surplus di rendimenti, agire senza pregiudizi comportamentali ed assistere gli investitori in una migliore diversificazione in termini di rischio e numero di assets in cui sono investiti, possono ridurre i costi in quanto le commissioni per un Robo-advisor sono solitamente inferiori a quelle applicate nel settore della consulenza finanziaria tradizionale e sono maggiormente accessibili ai clienti poiché si può utilizzare il servizio con importi di investimento quasi trascurabili ed inferiori a quanto normalmente richiesto dai consulenti tradizionali (Ben David, Sade, 2020).

Sono quindi quattro i pilastri su cui si fonda la value proposition di questi nuovi strumenti. Il primo è rappresentato dai bassi costi di gestione dovuti alla riduzione della componente umana e all'allocazione in ETF, che consentono ai nuovi operatori di applicare commissioni significativamente inferiori a quelle applicate dai gestori tradizionali, aumentando contemporaneamente la

trasparenza nei confronti della clientela. I costi complessivi per la sottoscrizione di questi strumenti sono dunque contenuti, non superando solitamente il punto percentuale sugli attivi gestiti.

Il secondo è costituito dalla possibilità di investire somme minime: il capitale da allocare inizialmente varia a seconda del gestore, ma è solitamente basso per favorire l'entrata di utenti che si avvicinano al mondo del risparmio gestito per la prima volta.

Altro punto di forza è il target a cui si rivolgono, poichè i bassi costi di gestione, il ridotto investimento minimo richiesto e la predisposizione di interfacce user friendly, sia web che app, permettono di attrarre una clientela giovane, solitamente esclusa dai canali di distribuzione tradizionali.

Quarto ed ultimo pilastro è il cosiddetto “*goal based investing*”: la clientela è attratta anche attraverso la proposta di investimenti alternativi (non focalizzata sul singolo prodotto o fondo, ma piuttosto sul raggiungimento di un obiettivo), così da avvicinare il cliente al servizio, rendendolo più comprensibile. Diversi sono gli obiettivi proposti, quali la pensione, l'acquisto della prima casa, l'educazione dei figli, o un normale piano di accumulo (Colombari, Tedeschi, 2019).

Inoltre, sebbene non siano stati condotti studi completi sulle prestazioni dei Robo-advisors rispetto al loro equivalente umano, la qualità della consulenza automatizzata potrebbe rappresentare un ulteriore vantaggio per i consumatori, non solo per la diminuzione dei costi. Infatti, proprio come i singoli investitori, anche se presumibilmente in misura minore, i consulenti finanziari sono propensi a certi pregiudizi comportamentali e possono mostrare limitazioni cognitive. Anche quando sono consapevoli di questi pregiudizi, potrebbero scegliere di regolare i loro consigli in base ai gusti dei clienti, invece di correggere i loro errori. Diversamente, anche se i Robo-advisors potrebbero essere soggetti ai conflitti e ai limiti di coloro che li sviluppano, i loro consigli

sono per costruzione neutrali rispetto alle idiosincrasie di specifici consulenti umani.

A questo si aggiunga la semplicità e l'estrema accessibilità della consulenza: in contrasto con gli orari di apertura delle banche, il Robo-advice è disponibile 24 ore su 24, ogni giorno dell'anno, e il consumatore vi può accedere da qualsiasi parte del mondo a condizione che vi sia una buona connessione internet, ricevendo la consulenza dopo pochi minuti, senza dover passare attraverso il processo tradizionale che spesso comporta un ampio lavoro di documentazione. Tuttavia, ad oggi, l'uso di piattaforme di Robo-advisory è ancora relativamente limitato anche per la presenza di alcune criticità.

Il Robo-advisory, infatti, può essere problematico sia in termini di rischi per i consumatori che in termini di rischi sistemici. Il rischio più diffuso per il consumatore sembra essere la potenziale inadeguatezza della consulenza individuale, che può fornire un risultato non adeguato alla reale situazione e alle preferenze di rischio dell'utente: la causa di ciò risiede nella progettazione del processo di consulenza, in quanto l'output del Robo-advisor dipende direttamente dalle informazioni che richiede e da quelle fornite dall'investitore. In alcuni casi, un questionario unico per tutti può risultare troppo ristretto dal momento che le opportunità per i clienti di includere informazioni aggiuntive per integrare le loro risposte sono limitate. Questo può determinare una valutazione inadeguata delle conoscenze finanziarie, degli obiettivi e della capacità di perdita dei clienti, oltre a non prendere in considerazione la loro esperienza negli investimenti. A questo si aggiunga che i questionari online spesso non sono concepiti per porre domande di follow-up per risolvere eventuali incoerenze. Ricerche di economia comportamentale, inoltre, dimostrano che le persone si comportano spesso in modo irrazionale quando si auto-valutano, in particolare mettendo in dubbio l'approccio dei Robo per la misura della tolleranza al rischio e le questioni relative alla sua percezione; nel rispondere al questionario, i clienti sono particolarmente sensibili a certi

pregiudizi (eccessiva fiducia in sé stessi, pregiudizi di famiglia e regole di condotta), con una conseguente autovalutazione errata. Tuttavia, il grado di tali distorsioni può variare in funzione della qualità del questionario. Inoltre, l'elaborazione appropriata della consulenza dipende dalla lettura e dalla comprensione delle informazioni da parte del consumatore e le possibilità di chiedere chiarimenti sono limitate. Tenendo conto del fatto che l'alfabetizzazione finanziaria media della popolazione è bassa, il rischio di incomprensione di parti del questionario e delle informazioni fornite all'interno dello stesso aumenta con la conseguenza che il cliente non sarà in grado di prendere una decisione informata.

Gli strumenti di consulenza automatizzata sono di solito progettati per adattarsi al cliente in una gamma di portafogli di investimento predeterminati. La limitazione di questa gamma può essere problematica quando le ipotesi o le categorie predeterminate non sono del tutto adeguate alla situazione personale dei clienti. Ciò espone ancora una volta al rischio di un prodotto inadatto.

Un altro rischio che è stato identificato è legato al possibile malfunzionamento dello strumento o del suo algoritmo sottostante: all'interno della complessa struttura del software del Robo-advisor, si può sempre verificare un errore, come quelli causati da difetti nel processo di sviluppo. Una qualsiasi raccomandazione inadeguata emessa da un algoritmo può colpire un gran numero di clienti e quindi causare danni su scala molto più grande rispetto alla consulenza umana. Tutto ciò potrebbe comportare un elevato numero di denunce e successive cause potenzialmente fatali sia per un Robo-advisor (start-up) che per gli investitori i quali, a causa delle ridotte dimensioni dell'entità responsabile, potrebbero alla fine non essere compensati. Anche in caso di un mancato riconoscimento di responsabilità giuridica del Robo-advisor, si creerebbe comunque un grave danno alla sua reputazione.

Oltre ai problemi relativi al singolo cliente, ci sono anche potenziali rischi sistemici che possono accompagnare il fenomeno del Robo-advice. Poiché



attualmente l'automazione nella consulenza finanziaria non è molto diffusa, si ritiene che tali problemi difficilmente si manifesteranno nel prossimo futuro. Tuttavia, a causa del rapido ritmo di crescita di questa tipologia di consulenza, essi dovranno essere presi in considerazione quanto prima.

In questo contesto, una preoccupazione predominante associata al fenomeno della consulenza robotizzata è il cosiddetto “*herding risk*”: ciò dipende principalmente dal fatto che la maggior parte dei Robo-advisors può agire in modo identico o parallelo durante l’elaborazione e la valutazione dei dati dei clienti, in quanto la composizione dei loro portafogli e l'algoritmo sottostante che distribuisce gli assets sono in buona parte simili. In presenza di modelli di rischio altamente correlati, il Robo-advisory può determinare rischi di concentrazione maggiore rispetto ai consulenti di portafoglio tradizionali.

Inoltre, gli algoritmi correlati possono reagire in modo simile agli shock esterni, causando problemi di solvibilità. I Robo-advisors tendono infatti ad essere più attivi nei periodi di bassa volatilità, ma si ritirano rapidamente dal mercato nei periodi di stress quando la domanda di liquidità è elevata e questo può determinare un aumento della volatilità dei prezzi degli asset. In più occorre tenere presente che modelli prevedibili nel comportamento degli algoritmi potrebbero essere utilizzati dai criminali informatici per manipolare i prezzi di mercato.

Il rischio informatico, d’altra parte, merita una particolare attenzione normativa, non solo per quanto riguarda il Robo-advisory, ma anche per il fenomeno FinTech nel suo complesso. Poiché i Robo-advisors basano il loro servizio esclusivamente su un software algoritmico, possono essere vulnerabili a manipolazioni o hacking da parte di terzi e potrebbe essere necessario un po' di tempo prima che l’istituto finanziario sia in grado di identificare i casi in cui si sono verificate minacce informatiche. La suscettibilità dell'attività finanziaria agli attacchi informatici è tanto maggiore quanto più i sistemi delle diverse istituzioni sono interconnessi, in quanto aumenta la possibilità che ci sia un

anello debole che può mettere in pericolo l'intero sistema; a questo si aggiunga che le startups FinTech spesso non sono in possesso di un sistema di cybersecurity adeguato rispetto a quelli delle grandi istituzioni finanziarie. D'altra parte, in caso di una maggiore diversità e di una minore concentrazione nel mercato che può verificarsi con l'ascesa del FinTech, un singolo attacco informatico potrebbe acquistare minore rilevanza (Ringe, Ruof, 2018).

Restano aperte, in definitiva, due questioni: la prima è se l'automazione del servizio possa alterare la percezione del rischio e la propensione a investire, la seconda è se la consulenza automatizzata possa costituire una soluzione all'advice gap o se, al contrario, sia di per sé inadeguata ad alcune fasce di investitori come gli individui con esigenze complesse che richiedono un elevato grado di personalizzazione del servizio o coloro che sono fortemente indebitati. La tecnologia corrente offre, infatti, soluzioni di tipo Pull, adatte per decisioni frequenti e relativamente poco rilevanti, mentre i servizi a maggiore valore aggiunto sono acquistati in un contesto di tipo Push, dove il ruolo dell'intermediario finanziario è ancora centrale. In prospettiva, tuttavia, l'"Intelligenza Artificiale (Ia) conversational" (un insieme di tecnologie che consentono ai computer di simulare conversazioni reali) potrà trasformare il digitale da Pull a Push: le capacità professionali degli operatori finanziari dovranno adattarsi e integrarsi con l'Ia, nell'ambito di uno schema "Online to Offline", che convoglia gli utenti verso soluzioni a maggiore valore aggiunto, basate su relazioni professionali "aumentate" (Linciano, Soccorso, 2019). La personalizzazione è quindi un aspetto fondamentale nel settore della consulenza robotizzata e questo, unito a costi di transazione ridotti ed alla disponibilità di strumenti di ottimizzazione basati sui dati, sono le tendenze che continueranno a guidare la crescita del Robo-advisory nel prossimo futuro (Kim, Cotwright, Chatterjee, 2019).

La prossima generazione di Robo-advisors potrebbe stabilire soluzioni più elaborate per modellare le preferenze dei clienti tenendo conto delle peculiarità

comportamentali, consentendo in tal modo una maggiore personalizzazione dei portafogli di investimento, mantenendo il processo completamente automatizzato (Jung, Dorner, Glaser, Morana, 2018).

#### **2.4 – La reinterpretazione dell’assetto normativo del settore: approccio activity based**

A livello istituzionale, sia in ambito nazionale che internazionale, è ampiamente condivisa la convinzione che sia prioritario per l’Europa sfruttare le nuove opportunità offerte dalle tecnologie digitali. In particolare, la velocità e la portata del cambiamento in corso a livello globale rendono necessaria la realizzazione di un “mercato unico digitale” attraverso l’adozione di misure volte alla semplificazione normativa e all’eliminazione delle barriere legali ed economiche, con la creazione di meccanismi di rafforzamento per fronteggiare i rischi emergenti. Per realizzare tale mercato, è necessario garantire la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali, e l’eliminazione degli ostacoli all’accesso e all’esercizio delle attività online, garantendo condizioni di concorrenza leale e di protezione uniforme dei consumatori e dei dati personali. A questo si unisce la necessità di prevenire e fronteggiare i rischi connessi alla cyber-sicurezza e di assicurare la protezione dei dati, dei consumatori, degli investitori e dell’integrità del mercato. La ricerca di un equilibrio tra innovazione tecnologica e legislazione rappresenta un nodo centrale per il legislatore europeo, chiamato a sviluppare regole di vigilanza in grado di mediare le dinamiche intercorrenti tra gli incentivi per una protezione innovativa di consumatori e investitori e la stabilità finanziaria. Nel tentativo di elaborare un approccio comune, negli ultimi anni le Autorità europee hanno cercato di eliminare gli ostacoli derivanti dalle divergenze normative tra gli Stati membri e dalla mancanza di collaborazione tra i mercati.

Il Parlamento europeo ha sottolineato che per garantire condizioni di parità nel settore è necessario che siano applicati: identiche norme, in presenza degli stessi servizi e rischi, indipendentemente dal tipo di soggetto giuridico interessato o dalla sua sede nell'Unione europea; il principio di neutralità tecnologica, secondo il quale non è giusto scommettere su una sola tecnologia, ma prevedere un approccio flessibile alle diverse tecnologie a disposizione, senza che una prevalga necessariamente sulle altre; un approccio “risk-based”, basato sul principio di proporzionalità delle “azioni legislative e di vigilanza rispetto ai rischi e della rilevanza dei rischi” (Rocca, Rossi, 2019).

Come evidenziato dall'European Banking Authority (EBA) nella “FinTech Roadmap”, sono state avanzate numerose questioni, anche da parte degli operatori tradizionali operanti sul mercato, relativamente alla possibile presenza di disparità di condizioni tra le diverse imprese FinTech e ai rischi connessi di arbitraggio regolamentare; in particolare, una percentuale significativa (31%) di aziende è stata identificata come non soggetta ad alcun regime di autorizzazione o registrazione. Nel rispetto della parità di condizioni, la maggior parte degli operatori intervistati, comprese le istituzioni in carica, ha proposto che si seguano le stesse attività, gli stessi rischi, le stesse regole, lo stesso approccio di vigilanza, cosicché ogni impresa che svolge attività simili sia trattata allo stesso modo in termini di regolamentazione e controllo (Eba, 2018).

A ciò si aggiunge il sopracitato principio di neutralità tecnologica della regolamentazione, per fare in modo che le imprese non si trovino imbrigliate in monopoli tecnologici verticali. Da tali considerazioni, emerge l'esigenza di applicare efficacemente il principio di proporzionalità, “per evitare oneri eccessivi a carico degli operatori di minori dimensioni”.

L'Autorità di vigilanza ha previsto una procedura di autorizzazione apposita per le banche FinTech rispetto agli incumbent. Tenendo conto dei principi e delle considerazioni sopra delineati, le Autorità interessate sono state chiamate

preliminarmente a sciogliere il nodo costituito dalla scelta tra indirizzo “principle-based” e “rule-based” regulation. La scelta di quest’ultima impostazione comporterebbe numerosi vantaggi, quali la certezza e la prevedibilità anche rispetto all’applicazione delle norme, una comunicazione chiara delle procedure di compliance, e l’efficacia nell’assicurare comportamenti determinati, ma esistono alcune perplessità relative al rischio di rapida obsolescenza, alla possibilità di una compliance solo formalistica, nonché ai costi elevati. Per contro, l’adozione dell’orientamento “principle-based”, pur presentando alcuni svantaggi, quali l’incertezza, l’imprevedibilità e arbitraggi nell’applicazione delle regole esistenti, può avere notevoli vantaggi quali la velocità del processo regolatorio e la flessibilità rispetto ai rapidi cambiamenti del contesto. Per questi motivi, ad oggi è prevalso quest’ultimo orientamento, sulla scorta di considerazioni relative ai benefici del FinTech, quali una maggiore inclusione finanziaria, la diversificazione dei canali di reperimento delle risorse e la pressione concorrenziale sugli incumbent. Nondimeno, la scelta regolamentare non può non considerare due aspetti fondamentali consistenti nelle dimensioni dell’impresa FinTech e nel tipo di attività svolta dalla medesima. Attualmente, i controlli di vigilanza sono prevalentemente ispirati ad un approccio di tipo “entity-based”, consolidatosi sulla base di una cornice normativa che nel tempo ha definito i perimetri delle riserve di legge, affidate alle singole Autorità di vigilanza. Questa impostazione si rivela poco flessibile perché non consente di ricondurre la pluralità dei nuovi attori alle preesistenti categorie di intermediari e mercati finanziari, né di inserire la generalità dei servizi innovativi all’interno di quelli regolamentati; di conseguenza, si possono configurare delle attività svolte da FinTech che non possono essere controllate dalle Autorità di vigilanza.

Per tutti questi motivi, all’impostazione dei controlli di vigilanza fondata sul principio “entity-based”, dovrebbe essere preferito un approccio “activity-based”, finalizzato a fornire una disciplina adatta alle varie attività, che dovrà

essere aggiornata nel tempo a seconda delle innovazioni dei prodotti e dei processi. Occorre, dunque, una rilettura dell'impianto normativo ispirato ad un principio di proporzionalità, in grado di cogliere le specificità del FinTech, regolamentare in modo omogeneo le attività svolte dalla pluralità degli operatori finanziari a parità di rischi e attribuire poteri di intervento alle Autorità di vigilanza coerenti con questa nuova architettura, consentendo loro di estendere i controlli sulle molteplici problematiche poste dall'applicazione della tecnologia alle attività finanziarie (Schena, Tanda, Arlotta, Potenza, 2018). Con un approccio "activity-based", così come avviene con il "risk-based", dovrà essere tenuta in considerazione anche la possibile applicabilità della normativa generale, già prevista per gli intermediari vigilati e che riguarda la prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, la tutela dei consumatori, l'antiusura, l'anticorruzione e la privacy, senza appesantire eccessivamente l'operato delle FinTech (Rocca, Rossi, 2019).

## **2.5 – Profili di attenzione per la tutela dell'investitore: recenti disposizioni dell'ESMA**

Il target principale del Robo-advisory è costituito da investitori al dettaglio che agiscono a titolo personale. Questa clientela ha scarsa capacità di valutare la fondatezza dei consigli ed è incline a prendere decisioni di investimento affrettate e non verificate. Inoltre, come descritto precedentemente, la consulenza finanziaria basata su classificazioni generiche e approssimative, utilizzate dai Robo-advisors, può non tenere conto delle preferenze, delle situazioni e delle esigenze specifiche dell'investitore.

È quindi necessario creare un contesto normativo in cui possano prosperare nuovi modelli di business e vengano monitorati i rischi potenziali sia per gli

investitori che per la stabilità finanziaria, creando contemporaneamente certezza giuridica per tutti gli operatori di mercato.

L'attuale regolamentazione che dovrebbe affrontare questi problemi è di scarso aiuto, in quanto gli elementi chiave del Sistema europeo di vigilanza finanziaria sul tema della consulenza in materia di investimenti sono scritti avendo come motivo conduttore l'interazione umana. Molte categorie utilizzate dalla MiFID sono difficilmente assimilabili con le attività di questa nuova categoria di consulenti automatizzati e un'ulteriore rilevante criticità è rappresentata dal fatto che, in ambito europeo, queste regole sono state attuate dagli Stati membri in modo diverso. Anche dove è stata raggiunta l'armonizzazione, le norme sono variamente interpretate dalle autorità nazionali. Il risultato è un mosaico di regole e requisiti diversi applicati ai Robo-advisors a seconda dello Stato dell'UE in cui operano, creando una grande incertezza non solo tra i Robo-advisors, ma anche tra le autorità di regolamentazione (Ringe, Ruof, 2018).

In questo contesto europeo del tutto disomogeneo e nel dibattito sull'opportunità o meno di regolamentare il Robo-advice, l'European Securities and Market Authority (ESMA) ha emanato, attraverso un suo documento, delle linee guida per il settore della consulenza automatizzata. L'Authority ha chiarito che, pur non richiedendo alcun requisito aggiuntivo ai Robo-advisors, queste linee guida si applicano interamente a tutte le imprese che forniscono consulenza automatizzata e gestione di portafogli, indipendentemente dai mezzi d'interazione con la clientela.

Al fine di colmare le potenziali lacune nella comprensione da parte dei clienti dei servizi erogati attraverso la consulenza automatizzata, le imprese dovrebbero informarli attraverso: una spiegazione molto chiara del livello e dell'estensione dell'intervento umano ed in quali casi e con quali modalità il cliente può richiedere l'interazione umana; una spiegazione del fatto che le risposte fornite dai clienti influiranno direttamente sulla determinazione dell'idoneità delle decisioni di investimento raccomandate o adottate per loro

conto; una descrizione delle fonti di informazioni utilizzate per fornire consulenza in materia di investimenti o prestare il servizio di gestione del portafoglio (ad esempio, nel caso in cui venga utilizzato un questionario online, se le risposte a questo costituiscano l'unica base per la consulenza automatizzata o se l'impresa abbia accesso anche ad altre informazioni); una spiegazione di come e quando i dati del cliente saranno aggiornati in relazione alla situazione e alle circostanze personali dello stesso.

Le imprese che forniscono servizi di consulenza automatizzata, dato il limitato intervento umano, dovrebbero redigere i propri questionari per poter raccogliere le informazioni sui propri clienti.

Le imprese dovrebbero adottare meccanismi atti ad affrontare il rischio che i clienti sopravvalutino la propria conoscenza ed esperienza, attraverso l'inserimento di domande che possano agevolare la valutazione della comprensione generale riguardo alle peculiarità e ai rischi dei diversi tipi di strumenti finanziari. Questo rischio è più elevato quando vengono fornite informazioni attraverso un sistema automatizzato o semiautomatizzato, soprattutto in situazioni in cui si prevede un'interazione umana molto limitata o nulla tra i clienti e i dipendenti dell'impresa.

Per garantire la coerenza della valutazione dell'adeguatezza effettuata con strumenti automatizzati, le imprese dovrebbero monitorare e verificare periodicamente gli algoritmi che contribuiscono a determinare l'adeguatezza delle operazioni raccomandate o intraprese per conto dei clienti.

Nell'utilizzare strumenti automatizzati (compresi quelli ibridi), le imprese di investimento dovrebbero garantire che il personale coinvolto nelle attività connesse alla definizione di tali strumenti abbia una conoscenza adeguata della tecnologia e degli algoritmi utilizzati. In particolare, deve essere in grado di comprendere la logica, i rischi e le norme alla base degli algoritmi su cui si fonda la consulenza digitale (Esma, 2018).



Nel complesso, questo documento dell'Esma del 2018 tenta di inglobare l'operatività dei Robo-advisors nella cornice disciplinare della MiFID 2, attraverso l'introduzione di specifici requisiti informativi e di una particolare attenzione alla tutela del cliente e alla governance.

Per facilitare la comprensione da parte dei clienti delle informazioni relative ai costi e agli oneri ex post in modo equo, chiaro e non fuorviante, conformemente all'articolo 24(3) della MiFID 2, l'Esma raccomanda alle imprese di presentare un documento autonomo o di inserire tali informazioni all'interno di un documento di contenuto più ampio, a condizione che sia dato il necessario rilievo per permettere ai clienti di trovarlo facilmente. In quest'ultimo caso, la sezione relativa ai costi e agli oneri ex post potrebbe essere collocata all'inizio del documento con un titolo esplicativo chiaro e l'attenzione dei clienti potrebbe essere richiamata anche graficamente mediante l'uso di caratteri appropriati. Tali informazioni non dovrebbero essere mescolate con altre informazioni o comunicazioni di marketing incluse in questo documento più ampio, in modo che i clienti possano concentrarsi sul suo contenuto (Esma, 2020).

## **2.6 – Prospettive strategiche: gli obiettivi della Commissione europea**

Dal punto di vista strategico, appare chiara la necessità di reinterpretare l'assetto normativo del settore, non solo sulla base del principio di proporzionalità, ma considerando le peculiarità delle diverse attività delle FinTech. In particolare, è opportuno uniformare la regolamentazione di alcuni settori per evitare la possibilità che gli operatori aggirino gli ostacoli normativi imposti solo da alcuni ordinamenti.

La Commissione europea ritiene che, allo stato attuale, gli argomenti a favore di un'ampia azione legislativa o regolamentare o di un'ampia riforma a livello dell'UE siano limitati. Tuttavia, considera giustificato prendere iniziative

mirate, volte a fare in modo che l'Unione accolga la digitalizzazione del settore finanziario.

In primo luogo, occorrono requisiti di autorizzazione chiari e coerenti per permettere ai modelli di business innovativi di espandersi in tutta l'UE. Nel settore finanziario, le imprese sono autorizzate e sottoposte a vigilanza in base alle attività svolte e ai servizi o ai prodotti forniti, indipendentemente dal fatto che utilizzino mezzi tradizionali o innovativi. A seconda dei servizi offerti, possono essere disciplinate secondo il diritto dell'Unione o delle singole nazioni oppure non essere soggette ad alcuna regolamentazione specifica. Gli obblighi in materia di autorizzazione consentono una vigilanza efficace dei fornitori di servizi, finalizzata a garantire la stabilità, l'integrità e l'equità dei mercati, assicurando la protezione di consumatori e investitori. La presenza di condizioni operative uniformi permette alle imprese di servizi finanziari dell'UE, debitamente autorizzate e soggette alla vigilanza del rispettivo Stato membro d'origine, di beneficiare di un passaporto europeo grazie al quale tali imprese possono fornire i loro servizi in tutti gli altri Stati membri ed espandersi nell'intero mercato unico dell'Unione. Le attuali norme dell'Unione Europea consentono alla maggior parte dei modelli di business innovativi di funzionare, in quanto prevedono la possibilità di applicare il principio della proporzionalità nel processo di autorizzazione. Tuttavia, nell'autorizzare modelli di business innovativi, le autorità di vigilanza possono adottare approcci differenti. Per individuare le divergenze dei requisiti di autorizzazione che incidono sulle imprese FinTech, è necessario chiarire il quadro legislativo dell'UE applicabile ai servizi, valutare la necessità di disposizioni per i nuovi modelli di business innovativi e fornire orientamenti alle autorità di vigilanza nazionali per garantire una maggiore convergenza tra i regimi nazionali di regolamentazione. Dal momento che la produzione e la prestazione di servizi finanziari richiede la cooperazione e l'interazione di diversi operatori, un mercato delle tecnologie finanziarie a livello dell'UE potrà realizzarsi pienamente solo attraverso lo

sviluppo di standard aperti che accrescano la concorrenza, migliorino l'interoperabilità e semplifichino lo scambio e l'accesso ai dati tra gli operatori del mercato.

Per favorire l'emergere di modelli di business innovativi in tutta l'UE, la Commissione invita le autorità competenti degli Stati membri dell'UE a prendere iniziative per facilitare l'innovazione e invita le Autorità europee di vigilanza ad agevolare la cooperazione, anche per quanto riguarda il coordinamento e la diffusione delle informazioni sulle tecnologie innovative, la creazione e la gestione dei poli di innovazione e degli spazi di sperimentazione normativa e la coerenza delle pratiche di vigilanza (Commissione europea, 2018b).

Al fine di promuovere la diffusione dell'innovazione tecnologica nel settore finanziario è necessario, inoltre, valutare l'adeguatezza delle norme UE e prevedere misure di salvaguardia per le nuove tecnologie. Un importante ostacolo alla diffusione delle soluzioni FinTech è rappresentato dall'assenza di procedure chiare ed armonizzate per identificare i consumatori e le imprese online, nel pieno rispetto delle norme antiriciclaggio e di quelle sulla protezione dei dati. La Commissione ha annunciato l'intenzione di agevolare le procedure di identificazione elettronica e quelle remote, finalizzate alla conoscenza dei clienti attraverso l'uso di tecnologie digitali, con la costituzione di un apposito gruppo di esperti (Commissione europea, 2018b).

Per contribuire a razionalizzare le spese informatiche, aumentando le prestazioni, la flessibilità e l'adattabilità, può essere utile esternalizzare le capacità di elaborazione e di memorizzazione dei dati ricorrendo a fornitori di servizi di cloud.

Relativamente alla cyber-sicurezza, questa rimane al centro dell'azione politica dell'UE; poiché il settore finanziario dipende sempre più dalla tecnologia digitale, garantire la sicurezza e la resilienza di tale settore è essenziale. A tale proposito, la Commissione riconosce l'importanza per i servizi digitali di

adottare un approccio basato sulla sicurezza sin dalla progettazione e ha già presentato una proposta per istituire un quadro di certificazione dell'UE per i prodotti e i servizi per la sicurezza delle "Tecnologie dell'Informazione e della Comunicazione" (Commissione europea, 2018a).

In conclusione, il piano di azione per le tecnologie finanziarie proposto dalla Commissione ha come obiettivo quello di favorire la diffusione delle soluzioni FinTech, tra cui l'utilizzo dei Robo-advisors, affrontando con determinazione i rischi e le sfide emergenti. Viene pertanto incoraggiata l'innovazione, preservando allo stesso tempo la stabilità finanziaria e un elevato livello di protezione degli investitori e dei consumatori. Lo scopo è quello di centrare un triplice obiettivo: sfruttare i rapidi progressi tecnologici a vantaggio dell'economia dei cittadini e dell'industria dell'UE, contribuire a rendere più competitivo e innovativo il settore finanziario europeo e assicurarne l'integrità.

## **2.7 – Conclusioni**

In questo capitolo si è potuto osservare come i Robo-advisors abbiano ottenuto negli ultimi anni una crescente popolarità presso gli investitori grazie ai bassi costi di gestione, alla possibilità di investire somme minime, al target a cui si rivolgono, rappresentato prevalentemente da una clientela giovane, ed alle proposte di investimenti alternativi fondati sul raggiungimento di un obiettivo. Il loro uso è tuttavia ancora relativamente limitato per la presenza di alcuni rischi. Sono stati dettagliatamente descritti i rischi più diffusi per il consumatore, legati perlopiù alla possibile inadeguatezza della consulenza individuale, così come si è parlato dei rischi sistemici, tra i quali la possibilità che i Robo-advisors possano agire in modo identico durante l'elaborazione e la valutazione dei dati dei clienti e l'eventualità che algoritmi correlati possano reagire in modo simile agli shock esterni, causando problemi di solvibilità. A

questi si aggiungono i rischi informatici e, in particolare, quelli connessi alla cyber-sicurezza.

Nella profonda convinzione che sia prioritario per l'Europa sfruttare le nuove opportunità fornite dalle tecnologie digitali, il Parlamento europeo è stato chiamato a sviluppare regole di vigilanza, prevedendo una procedura di autorizzazione apposita per le banche FinTech che tenga conto delle loro dimensioni e del tipo di attività svolta. Infine, sono state illustrate le linee guida emanate dall'Esma per il settore della consulenza automatizzata, con particolare attenzione alla tutela dell'investitore, che prevedono la necessità di un miglioramento della comprensione da parte dei clienti dei servizi erogati attraverso questo tipo di consulenza e l'istituzione di un monitoraggio e verifica periodici, da parte delle imprese, degli algoritmi che contribuiscono a determinare l'adeguatezza delle operazioni raccomandate o intraprese per conto dei clienti.

## CAPITOLO 3

### I COSTI APPLICATI ALLA CLIENTELA: ANALISI DEL MERCATO USA

#### 3.1 – Introduzione

Il mercato dei prodotti di investimento al dettaglio è estremamente diversificato per quanto riguarda le reti di distribuzione, le preferenze degli utenti, la normativa e gli approcci di vigilanza, con conseguente elevato grado di frammentazione e un'ampia varietà di commissioni e prestazioni. La comparabilità è spesso molto difficile, in quanto gli elementi di costo non sono standardizzati e la concorrenza sui prezzi è limitata (Lannoo, 2018).

In questo capitolo saranno presi in esame i diversi metodi di pagamento previsti per i consulenti finanziari, le commissioni richieste in base ai servizi che si vogliono ottenere e i fattori che possono influire su di esse. Verranno messi a confronto i due sistemi di remunerazione fee-only e fee-based e successivamente si esamineranno in dettaglio le investment management fees, cioè tutte le commissioni pagate ai professionisti incaricati di gestire gli investimenti per conto del cliente, osservando come queste siano generalmente determinate come una percentuale dell'AUM.

Infine, verrà analizzato un campione di 62 Robo-advisors nel mercato USA, preso in considerazione in quanto la gestione automatizzata degli investimenti è decisamente più diffusa nel territorio americano che nel resto del mondo; la presenza di un numero molto più elevato di operatori permette, infatti, un'analisi più dettagliata e completa. Dopo aver osservato i tagli minimi, le tipologie di fee richieste relative all'asset under management e il weighted average expense ratio, si metteranno a confronto i costi di questo tipo di

consulenza con un benchmark dell'industria del risparmio gestito per lo stesso mercato.

### **3.2 – Fattori che influenzano le commissioni del servizio di consulenza**

Negli ultimi anni, l'attenzione si è sempre più dedicata alla definizione di normative volte a migliorare la trasparenza e a mitigare i conflitti di interesse nel campo dei servizi di pianificazione finanziaria. In particolare, riguardo al meccanismo di pagamento dei consulenti finanziari, le autorità di regolamentazione sono impegnate nella risoluzione di diversi problemi, quali i conflitti di agenzia, la trasparenza, l'alfabetizzazione finanziaria e i pregiudizi comportamentali e stanno valutando diverse strutture di pagamento nel tentativo di mitigare alcuni di questi problemi. Con il metodo di pagamento diretto, il cliente paga una somma concordata direttamente al consulente, mentre con il metodo di pagamento indiretto, il pagamento al consulente è calcolato come una frazione delle commissioni di gestione e delle commissioni che il cliente paga all'istituto finanziario. In entrambi i casi il pagamento è fisso, nel senso che non dipende dai profitti, ma nel secondo caso può essere compromessa la trasparenza sull'entità e, a volte, l'esistenza stessa della remunerazione del consulente. Quindi, molti paesi stanno considerando di passare da un metodo di pagamento indiretto a uno diretto e trasparente (Mugerman, Sade, Winter, 2020).

Nell'ambito della consulenza finanziaria, possono essere presenti commissioni di diverso tipo a seconda della tipologia di servizi che si vogliono ottenere e a volte le società di consulenza finanziaria indicano con nomi diversi gli stessi tipi di commissioni. Queste possono includere: Wealth management fees, Asset management fees, Financial management fees, Investment advisor fees, Money management fees, Managed account fees, Fund management fees, Portfolio

management fees, Certified Financial Planner (CFP, una designazione o certificazione concessa ai pianificatori finanziari dal CFP Board negli Stati Uniti) fees.

Società di consulenza finanziaria diverse possono anche presentare strutture di “Wealth management fees” completamente differenti; alcune aziende fanno pagare una percentuale del patrimonio in gestione, altre fanno pagare un tasso fisso, e altre ancora un mix dei due.

La commissione da pagare ad una società di consulenza finanziaria è influenzata da diversi fattori; ad esempio, dover sostenere spese di investimento di maggiore o minore entità non dipende solo dalla società con cui si lavora, ma può anche essere legato alle proprie condizioni finanziarie. Un altro fattore che influisce sulle tariffe delle società di gestione patrimoniale è il livello di servizio o di attenzione desiderato: alcune aziende sono specializzate nel trattamento “concierge”, solitamente più costoso, riservato ai clienti con un patrimonio netto più elevato, mentre altre adottano un approccio più automatizzato per abbassare i costi. Alcuni dei servizi aggiuntivi che aumentano le spese medie di gestione degli investimenti sono la consulenza fiscale, una valutazione dei rischi, comprese le polizze assicurative, o il coordinamento con un altro professionista come il proprio commercialista.

Le tariffe dei consulenti d'investimento sono determinate dalla quantità di denaro investito: in genere, tanto questo è maggiore, tanto migliore potrà essere l'accordo sulle commissioni per i consulenti finanziari. Ad esempio, coloro che investono meno di \$100.000 possono aspettarsi di pagare, nella maggior parte dei casi, una tariffa in percentuale più alta rispetto a chi investe \$1.000.000.

Le tariffe dipendono inoltre dalla complessità del proprio patrimonio: coloro che hanno un'attività in proprio e possiedono diverse proprietà, molto probabilmente pagheranno commissioni di consulenza maggiori rispetto a chi possiede solo la propria abitazione ed è agli inizi del suo percorso di investimento.



Le tariffe tipiche dei consulenti finanziari non coprono in genere alcune spese, come quelle relative ad alcuni prodotti presenti all'interno del portafoglio dell'investitore. Esse invece riguardano sempre il piano finanziario, la guida su come realizzarlo e la gestione finanziaria continua con revisioni e aggiustamenti semestrali o annuali.

Alle commissioni relative alla gestione del denaro vengono di solito aggiunte quelle per ETF o fondi comuni, quelle per CPF per una gestione più attiva del portafoglio e quelle per servizi aggiuntivi (servizi commerciali o CPA o strumenti di gestione del conto online).

Se nel portafoglio del cliente sono presenti fondi comuni o ETF, le spese aggiuntive previste, oltre a quelle standard, sono: “*load fees*”, addebitate sui fondi comuni per compensare il broker che ha gestito l'investimento e che variano generalmente tra il 3,0% e l'8,5%; “*brokerage commissions*”, commissioni di intermediazione applicate agli ETF su ogni operazione; “*12b-1 fees*”, una commissione che copre spese di pubblicità e di distribuzione, che viene addebitata sui fondi comuni ed è tipicamente tra lo 0,25% e lo 0,75%.

Commissioni aggiuntive possono essere richieste per i fondi comuni di investimento a gestione attiva, per i fondi comuni indicizzati e per i fondi negoziati in borsa.

Infine, la U.S. Security and Exchange Commission (SEC) elenca ulteriori potenziali commissioni CPF associate ai fondi comuni e agli ETF, quali la “*redemption fee*”, addebitata quando gli investitori vendono azioni entro un certo periodo di tempo dall'acquisto, con un tetto massimo fissato dalla SEC del 2%, la “*exchange fee*”, addebitata da alcuni fondi comuni quando gli investitori trasferiscono il loro investimento in un altro fondo della stessa famiglia e la “*account fee*”, addebitata, talvolta, quando il saldo di un conto scende al di sotto di un certo importo in dollari.

### 3.3 – Fee-only vs Fee-based

Il Certified Financial Planner Board of Standards (CFP Board) definisce chiaramente le strutture di compensazione fee-only e fee-based per i consulenti. All'interno del modello fee-only, il consulente può offrire coaching finanziario, pianificazione e/o consulenza, ma non sollecita il cliente ad acquistare prodotti finanziari. Al contrario, un agente fee-based riceve un compenso attraverso accordi di vendita con i venditori mediante la distribuzione dei prodotti. A questi due modelli di servizi finanziari, se ne aggiunge un terzo tipo, ibrido, caratterizzato da un consulente a pagamento che è doppiamente registrato e che può essere compensato attraverso una tariffa o da una commissione (Haman, 2020).

Più in particolare, il Consulente Finanziario Autonomo (CFA) è un libero professionista che esercita l'attività di consigliare il cliente nella miglior allocazione del proprio patrimonio finanziario. Il CFA è chiamato anche "consulente fee-only" per sottolineare che, in ossequio alla normativa vigente, l'unica remunerazione del consulente è la parcella che quest'ultimo emette al proprio cliente. Il CFA deve necessariamente lavorare in condizioni di autonomia e indipendenza dagli organismi finanziari, come le banche, e non può intrattenere con essi rapporti che ne compromettano l'indipendenza; può svolgere l'attività di consulenza in materia di investimenti in proprio e/o come collaboratore di una o più società di consulenza finanziaria, ma né queste ultime né i CFA possono ricevere procure speciali o generali per il compimento di operazioni o deleghe a disporre delle somme o dei valori di pertinenza dei clienti. È inoltre vietata la percezione di qualsiasi beneficio da parte di soggetti diversi dal cliente al quale è prestato il servizio, da cui deriva l'accezione "fee-only", ossia "esclusivamente a parcella" (CNDCEC, 2020).

Per quanto riguarda la consulenza fee-based, questo è il sistema di consulenza che permette di fornire le indicazioni operative migliori per raggiungere gli

scopi finanziari dei clienti, raccomandando loro qualsiasi strumento idoneo a soddisfarne le esigenze, nel rispetto del profilo di rischio e del risultato desiderato. La remunerazione per questo servizio è costituita da una percentuale definita e concordata sul patrimonio conferito in consulenza e non deriva in nessun modo dagli strumenti consigliati, eliminando, così, qualsiasi conflitto d'interesse nella scelta degli strumenti proposti, che sono suggeriti solo in base all'utilità e al raggiungimento del risultato desiderato e non in base al ritorno commissionale che forniscono a chi li colloca. In tal modo il compenso è chiaro, definito e legato all'attività di consulenza e non al prodotto utilizzato. Questo tipo di consulenza garantisce grandi vantaggi per due aspetti essenziali: in primo luogo sono garantite trasparenza ed efficienza in ogni situazione di mercato, perché le soluzioni proposte sono in funzione delle esigenze, del profilo di rischio e degli obiettivi del cliente e, d'altra parte, il sistema permette anche di non scegliere. Infatti, se lo scenario di mercato non corrisponde ai fattori citati, niente impedisce di non investire ed attendere condizioni migliori in linea con il proprio progetto. Di norma, gli strumenti più utilizzati nella consulenza fee-based sono gli ETF, gli ETC e gli ETN. Questi replicano passivamente l'andamento dei principali mercati e delle principali attività finanziarie e consentono di prendere anche posizioni cosiddette "contrarian", ossia di guadagnare quando i mercati scendono, e se necessario, di utilizzare anche la leva finanziaria. Tutto questo a costi estremamente ridotti e, in qualche caso, trascurabili. Riguardo ai costi, il sistema rappresenta un'ulteriore garanzia di trasparenza: essi risultano chiari, predefiniti e concordati, azzerando il conflitto di interesse che oggi affligge il rapporto con le banche tradizionali. Attualmente costituisce il modello adottato dalle migliori private banks americane.

La tecnologia rappresenta la sfida al tradizionale modello di business fee-only, attraverso l'offerta di strumenti fai da te, Robo-advisors e fondi di allocazione patrimoniale a basso costo che comprimono sempre più i margini di profitto dei

consulenti d'investimento registrati, a fronte di una crescente domanda di questi servizi di consulenza (Haman, 2020).

### **3.4 – Investment Management Fees**

Le Investment Management Fees comprendono tutte le management fees oltre alla performance fee.

Le commissioni di gestione (management fees) sono commissioni pagate ai professionisti incaricati di gestire gli investimenti per conto di un cliente in cambio dei loro servizi. Sono di solito determinate come una percentuale dell'asset under management (AUM), l'importo è quotato annualmente e in genere applicato su base mensile o trimestrale. Possono coprire una varietà di spese comprendenti la gestione del portafoglio, i servizi di consulenza e i costi amministrativi; sono presenti in quasi tutti i servizi di gestione e consulenza degli investimenti e possono variare notevolmente. Solitamente vanno dallo 0,20% al 2,00%, a seconda di fattori come lo stile di gestione e le dimensioni dell'investimento. In cambio del pagamento delle commissioni di gestione, gli investitori hanno accesso alle competenze e alle risorse dei professionisti che possono aiutarli ad allocare il rischio e a riequilibrare i portafogli, fornendo consigli di investimento personalizzati.

Gli investitori istituzionali o gli individui con elevato patrimonio possono talvolta ricevere una commissione di gestione inferiore.

Una commissione di performance (performance fee) è il pagamento riconosciuto ad un investment manager quando si ottengono rendimenti positivi. Si differenzia dalle commissioni di gestione, in quanto queste ultime sono sempre addebitate senza prendere in considerazione i rendimenti. Una commissione di performance può essere calcolata in diversi modi: il più comune è quello di considerare una percentuale sui profitti degli investimenti,

spesso anche quando non vengono realizzati. È in gran parte una caratteristica dell'industria degli hedge fund, dove queste commissioni di performance hanno reso molti gestori di hedge fund tra le persone più ricche del mondo.

Quando si confrontano le tariffe dei consulenti finanziari, si osserva che la struttura più comune è quella che impone di addebitare una percentuale annuale dell'assets under management (x%/AUM). Per esempio, se il patrimonio totale gestito da una società di consulenza finanziaria è di \$1.000.000 e viene addebitato l'1%/AUM, la commissione annuale ammonta a \$10.000.

*Tabella 1: Average Financial Advisor Fees (AUM)*

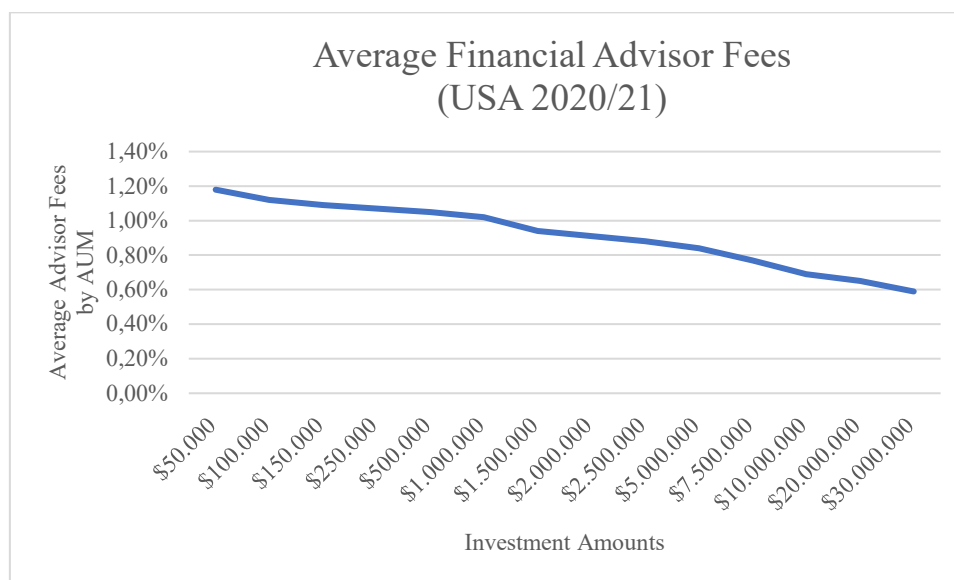
Investment Amounts	Average Advisor Fees (%)
\$ 50.000,00	1,18%
\$ 100.000,00	1,12%
\$ 150.000,00	1,09%
\$ 250.000,00	1,07%
\$ 500.000,00	1,05%
\$ 1.000.000,00	1,02%
\$ 1.500.000,00	0,94%
\$ 2.000.000,00	0,91%
\$ 2.500.000,00	0,88%
\$ 5.000.000,00	0,84%
\$ 7.500.000,00	0,77%
\$ 10.000.000,00	0,69%
\$ 20.000.000,00	0,65%
\$ 30.000.000,00	0,59%

*Fonte: Data processed by AdvisoryHQ*

Quelle riportate nella tabella sono le Investment Management Fees medie per una percentuale dell'asset under management, negli USA dal 2018 ad oggi. Queste commissioni medie di consulenza sono state documentate su un campionamento casuale di un'ampia gamma di wealth advisors, registered investment advisors (RIAs), consulenti finanziari certificati (CFP) e società di gestione patrimoniale. Le commissioni medie dei consulenti finanziari presentate riflettono le spese amministrative (tenuta di registri, servizi contabili, negoziazione, ecc.) e i costi di gestione complessivi (due

diligence continua, monitoraggio, gestione fiscale, ribilanciamento del portafoglio, consulenza continua sugli investimenti e pianificazione finanziaria). Tuttavia, le commissioni di cui sopra non coprono le spese per i mutui, gli indici o i fondi scambiati o posseduti sul proprio conto.

*Grafico 1: Average Financial Advisor Fees (AUM)*



*Fonte: Data processed by the author*

In genere, applicando questo metodo, le commissioni dei consulenti finanziari vanno, dallo 0,59% all'1,18% e commissioni di investimento più basse si riscontrano per gli investimenti di fascia alta, superiori a \$10.000.000 di dollari. L'elevata disparità nelle commissioni addebitate è generalmente attribuita al metodo di investimento utilizzato dal gestore del fondo: più un fondo è gestito attivamente, più alte sono le commissioni di gestione applicate. Per esempio, un fondo azionario aggressivo che gira il suo portafoglio più volte all'anno alla ricerca di opportunità di profitto ha un costo di gestione molto più alto di un fondo gestito più passivamente, come un fondo indicizzato più o meno basato su un paniere di azioni senza molto trading.

Un dettaglio importante da considerare quando si confrontano le spese di gestione patrimoniale richieste dalle aziende, è costituito dalla loro gestione e ripartizione quando il patrimonio totale gestito aumenta o diminuisce. Poiché

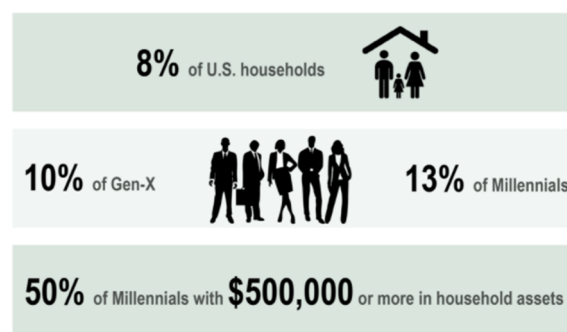
questo è il modo più comune per addebitare le spese di gestione del portafoglio, le aziende utilizzano un metodo standard per l'adeguamento. Il modo in cui avviene la ripartizione di queste commissioni può incidere sulla decisione di aumentare o di diminuire la quantità di denaro dato in gestione ad una società finanziaria.

Per ridurre le commissioni di gestione degli investimenti, ottenendo comunque il beneficio di una buona guida finanziaria, una delle strategie è quella di utilizzare un Robo-advisor.

### 3.5 – Costi e commissioni dei Robo-advisors: analisi di un campione

Nel settembre 2020, Hearts and Wallets ha pubblicato il report di una ricerca in cui è stato preso dettagliatamente in esame l'utilizzo di consulenti digitali in tutti gli Stati Uniti. Attraverso un sondaggio che ha coinvolto 5000 partecipanti, è risultato che circa l'8% delle famiglie ha investito denaro con un Robo-advisor e che il loro utilizzo è più diffuso tra i Millennials (13% degli intervistati) rispetto alle altre generazioni; il 50% dei Millennials con un patrimonio familiare uguale o maggiore a \$500.000, ricorre a questo strumento di investimento.

*Figura 1: People who use Robo-advisors*



*Fonte: Hearts and Wallets*

Come visto in precedenza, grazie all'utilizzo delle tecnologie e ricorrendo agli ETF, questi software riescono a ridurre i costi pur richiedendo delle

commissioni da ricondurre principalmente alla gestione del capitale investito, a cui si aggiungono gli indici di spesa del fondo. Tra i costi di commissione si considerano quindi le commissioni alle imprese di Robo-advisory (in base all'azienda, si tratta generalmente di una tariffa fissa oppure di una percentuale sul capitale investito) e le commissioni incassate direttamente dalla compagnia ETF. Possono essere riconosciuti, inoltre, ulteriori costi dovuti ai compensi ad intermediari affiliati e non affiliati che forniscono servizi di investimento e/o derivanti da accordi di condivisione dei ricavi con i fondi comuni.

Anche qualora i Robo-advisors non addebitassero una commissione agli utenti, i servizi da loro offerti prevedono comunque il pagamento di un compenso richiesto sotto forma di commissioni più elevate, incorporate nei prodotti e servizi di investimento. Alcuni richiedono una singola commissione “all-inclusive” o “*wrap fee*”, senza che il cliente paghi un costo separato per le transazioni di titoli; in altri casi, il Robo-advisor può ricevere pagamenti di condivisione dei ricavi ottenuti dai prodotti di investimento dei clienti.

Gli utenti dei Robo-advisors, in definitiva, sostengono il costo delle commissioni e delle spese di intermediazione, di transazione e di altre operazioni, sia direttamente che indirettamente, e tutto questo contribuisce al loro compenso. Pertanto, è fuorviante dire che i servizi di Robo-advisory sono gratuiti per l'utente.

Tutte le commissioni pagate per i servizi di consulenza agli investimenti sono separate e distinte dalle commissioni e dalle spese addebitate dai fondi ai loro azionisti. Queste sono descritte nel prospetto di ciascun fondo e sono generalmente composte da una commissione di gestione e da altre spese del fondo. Inoltre, i Robo-advisors si riservano tipicamente il diritto di addebitare o modificare una commissione in qualsiasi momento: il cliente comprende e accetta che il Robo-advisor può cambiare la commissione o modificare il piano delle commissioni in qualsiasi momento con un preavviso scritto di 30 giorni. In molti casi, quindi, i Robo-advisors non sembrano offrire i loro servizi a un



costo inferiore rispetto a molti fondi comuni disponibili online e forniscono semplici strumenti di asset allocation che consentono agli investitori di agire direttamente senza bisogno di un intermediario. In ogni caso, se è vero che le commissioni possono avere un impatto significativo sui rendimenti, è ben noto che l'investimento meno costoso non è necessariamente quello migliore (Fein, 2015). Attualmente, in seguito all'avvenuta diminuzione delle commissioni, è più probabile che l'investitore scelga di investire prendendo in considerazione solo il prezzo, trascurando altre variabili e creando così un'illusione di efficienza (Bakos et al., 2005).

I Robo-advisors possono essere meno vulnerabili a potenziali conflitti d'interesse tanto quanto sono indipendenti e non sponsorizzano o vendono gli investimenti che raccomandano; tendono ad addebitare una commissione fissa basata sul patrimonio in gestione piuttosto che una che varia a seconda delle scelte di investimento fatte dal cliente o dal suo consulente. Inoltre, poiché la competizione tra i Robo-advisors si basa sulle commissioni, esse sono generalmente più trasparenti di quelle dei consulenti finanziari umani. Queste differenze dipendono in gran parte dalla struttura e dal modello di business del consulente in questione (Fisch, Labouré, Turner, 2018).

Un altro aspetto da prendere in considerazione è quello relativo alle dimensioni del capitale richiesto. Nell'ambito della loro offerta, le società di gestione patrimoniale e di consulenza finanziaria, di norma, richiedono un deposito minimo nel conto. La dimensione minima del nuovo conto varia ampiamente in tutto il settore della gestione patrimoniale. Alcuni gestori richiedono un minimo di attività investibili di \$3.000.000, altri sono molto più bassi e richiedono solo \$150.000. Esistono anche consulenti che lavorano con tutti i livelli di reddito e possono avere minimi di conto molto bassi o pari a zero per i loro servizi. I Robo-advisors, richiedono, in media, una dimensione minima dell'account estremamente bassa, a volte di \$0.

Tabella 2: Robo-advisors: Taxable accounts facts

<b>Portfolio</b>	<b>Account Minimum</b>	<b>Advisory Fee</b>	<b>Weighted Average Expense Ratio</b>
<i>Acorns</i>	\$ 0	\$3/month	0,05%
<i>Ally Financial</i>	\$ 100,00	0,30%	0,06%
<i>Axos Invest</i>	\$ 500,00	0,24%	0,09%
<i>BBVA Compass</i>	\$ 10.000,00	0,75%	0,12%
<i>Betterment</i>	\$ 0	0,25%	0,09%
<i>Betterment Goldman Sachs Smart Beta</i>	\$ 0	0,25%	0,12%
<i>Betterment SRI</i>	\$ 0	0,25%	0,15%
<i>CitiGroup</i>	\$ 1.500,00	0,55%	0,17%
<i>Citizens Bank</i>	\$ 2.000,00	0,50%	0,07%
<i>E*Trade Active</i>	\$ 500,00	0,30%	0,12%
<i>E*Trade</i>	\$ 500,00	0,30%	0,09%
<i>E*Trade SRI</i>	\$ 500,00	0,30%	0,15%
<i>Edelman Financial Engines</i>	\$ 5.000,00	1,75%	0,11%
<i>Ellevest</i>	\$ 0	\$5/month	0,07%
<i>Ellevest SRI</i>	\$ 0	\$5/month	0,17%
<i>Fidelity Go</i>	\$ 0	\$3/month	0,00%
<i>Fifth Third Bank</i>	\$ 5.000,00	0,50%	0,20%
<i>FutureAdvisor</i>	\$ 5.000,00	0,50%	0,07%
<i>Interactive Advisors</i>	\$ 100,00	0,19%	0,13%
<i>Interactive Advisors Legg Mason Global Growth and Income</i>	\$ 100,00	0,19%	0,42%
<i>Interactive Advisors State Street SSGA Moderate</i>	\$ 100,00	0,19%	0,28%
<i>Interactive Advisors Wisdom Tree Moderate Aggressive</i>	\$ 100,00	0,19%	0,25%
<i>JP Morgan Chase You Invest</i>	\$ 500,00	0,35%	0,10%
<i>Liftoff (Ritholtz Wealth Management)</i>	\$ 5.000,00	0,40%	0,08%
<i>MI Finance</i>	\$ 100,00	0%	0,05%

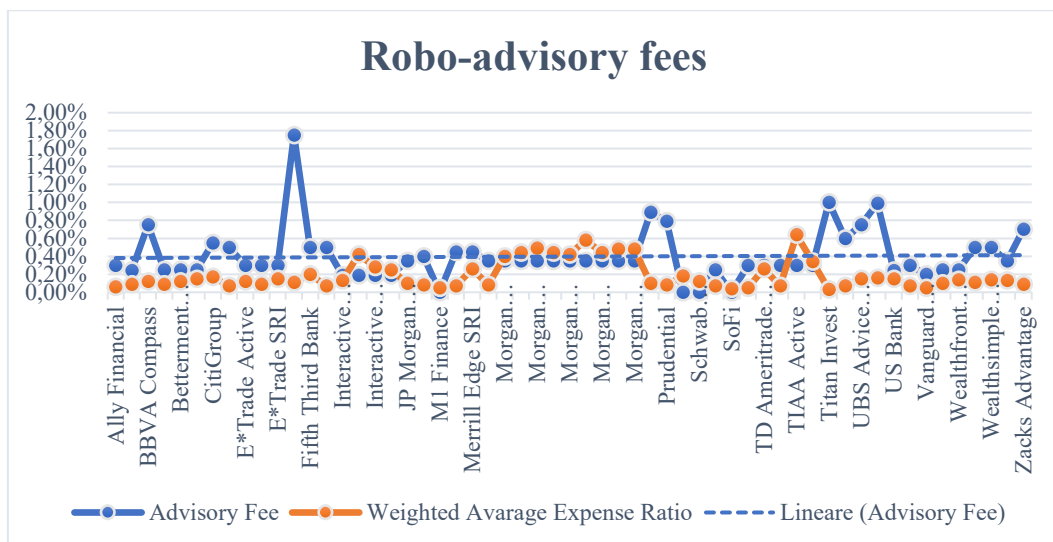
<i>Merrill Edge</i>	\$ 5.000,00	0,45%	0,07%
<i>Merrill Edge SRI</i>	\$ 5.000,00	0,45%	0,26%
<i>Morgan Stanley</i>	\$ 5.000,00	0,35%	0,08%
<i>Morgan Stanley Active</i>	\$ 5.000,00	0,35%	0,40%
<i>Morgan Stanley Defense and Cyber Security</i>	\$ 5.000,00	0,35%	0,44%
<i>Morgan Stanley Emerging Consumer</i>	\$ 5.000,00	0,35%	0,49%
<i>Morgan Stanley Gender Diversity</i>	\$ 5.000,00	0,35%	0,44%
<i>Morgan Stanley Genomics</i>	\$ 5.000,00	0,35%	0,42%
<i>Morgan Stanley Global Frontier</i>	\$ 5.000,00	0,35%	0,58%
<i>Morgan Stanley Inflation Conscious</i>	\$ 5.000,00	0,35%	0,44%
<i>Morgan Stanley Robotics</i>	\$ 5.000,00	0,35%	0,48%
<i>Morgan Stanley SRI</i>	\$ 5.000,00	0,35%	0,48%
<i>Personal Capital</i>	\$ 100.000,00	0,89%	0,10%
<i>Prudential</i>	\$ 5.000,00	0,79%	0,08%
<i>Qapital</i>	\$ 10,00	\$6/month	0,14%
<i>Schwab</i>	\$ 5.000,00	0%	0,18%
<i>Schwab Domestic Focus</i>	\$ 5.000,00	0%	0,12%
<i>SigFig</i>	\$ 2.000,00	0,25%	0,07%
<i>SoFi</i>	\$ 1,00	0%	0,04%
<i>TD Ameritrade</i>	\$ 5.000,00	0,30%	0,05%
<i>TD Ameritrade SRI</i>	\$ 5.000,00	0,30%	0,26%
<i>TIAA</i>	\$ 5.000,00	0,30%	0,07%
<i>TIAA Active</i>	\$ 5.000,00	0,30%	0,64%
<i>TIAA SRI</i>	\$ 5.000,00	0,30%	0,34%
<i>Titan Invest</i>	\$ 100,00	1%	0,03%
<i>Twine (John Hancock)</i>	\$ 5,00	0,60%	0,07%
<i>UBS Advice Advantage</i>	\$ 10.000,00	0,75%	0,15%
<i>United Income</i>	\$ 300.000,00	0,99%	0,16%
<i>US Bank</i>	\$ 5.000,00	0,24%	0,15%
<i>Vanguard</i>	\$ 50.000,00	0,30%	0,07%

<i>Vanguard Digital Advisor</i>	\$ 3.000,00	0,20%	0,05%
<i>Wealthfront</i>	\$ 500,00	0,25%	0,10%
<i>Wealthfront PassivePlus</i>	\$ 0	0,25%	0,14%
<i>Wealthsimple</i>	\$ 0	0,50%	0,11%
<i>Wealthsimple SRI</i>	\$ 0	0,50%	0,14%
<i>Wells Fargo</i>	\$ 5.000,00	0,35%	0,13%
<i>Zacks Advantage</i>	\$ 25.000,00	0,70%	0,09%

Fonte: Data processed by Backend Benchmarking

I costi sono calcolati come la somma tra le commissioni di gestione (advisory fee annuale calcolata come percentuale dell’AUM o canone mensile) e il coefficiente di spesa medio ponderato (weighted average expense ratio). Questo metodo, piuttosto che valutare separatamente le due componenti, riflette meglio il costo reale sostenuto dai clienti. Il weighted average expense ratio indica l’importo che una società di investimento addebita agli investitori per gestire un portafoglio, un fondo comune di investimento o un fondo negoziato in borsa (ETF): il rapporto rappresenta tutte le commissioni di gestione e i costi operativi del fondo e viene calcolato dividendo le spese operative di un fondo comune di investimento per il valore medio totale (in dollari) di tutte le attività del fondo.

Grafico 2: Robo-advisory fees



Fonte: Data processed by the author

Analizzando il campione dei 62 Robo-advisors presi in considerazione, si può constatare come le commissioni richieste sono in media pari allo 0,40% del patrimonio gestito. Aggiungendo il valore medio del weighted average expense ratio, pari a 0,18%, si ottiene un costo complessivo di circa lo 0,60%. Relativamente all'importo minimo di investimento richiesto dalle società di consulenza automatizzata presenti nel campione, si può osservare che questo è mediamente pari a circa \$10.000.

Dall'analisi risulta anche che alcuni Robo-advisors supportati da una grande banca di investimento, ad esempio, JPMorgan Chase & Co. e Wells Fargo, applicano costi sotto la media, probabilmente col fine di attirare nuovi clienti.

### **3.6 – Economie di costo legate ai Robo-advisors rispetto alla consulenza tradizionale**

A seconda del gestore di asset che si sceglie, ci si può aspettare un requisito minimo di dimensione del conto estremamente diversificato che va da \$0 con un Robo-advisor, fino ad un massimo di \$10.000.000 con wealth managers altamente esclusivi.

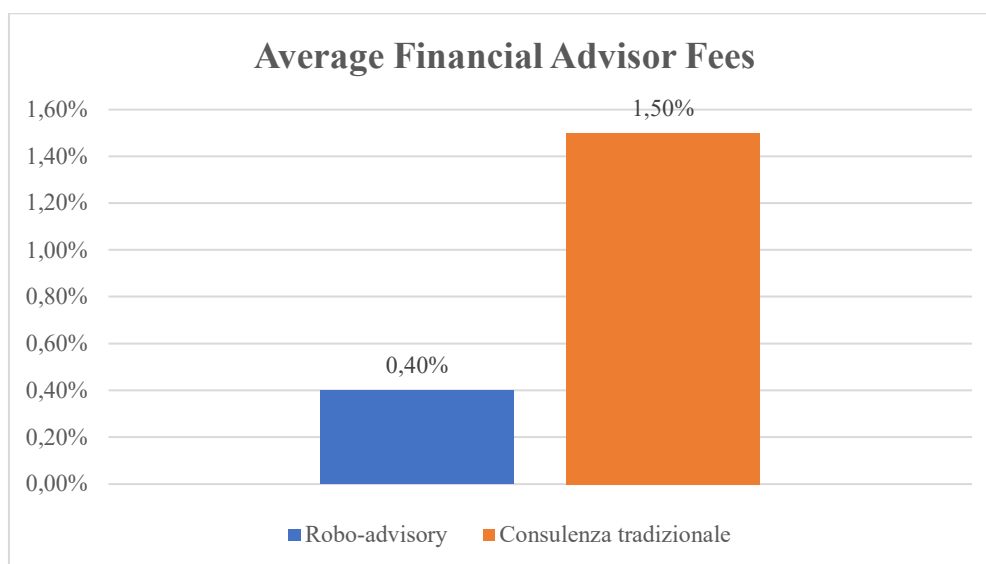
La promessa chiave del Robo-advice è quella di fornire una consulenza finanziaria conveniente e imparziale a costi significativamente inferiori rispetto ai consulenti umani: i Robo-advisors, infatti, applicano commissioni medie tra lo 0,40% (principalmente negli Stati Uniti) e lo 0,80% (principalmente in Europa) poichè utilizzano economie di scala. La consulenza è fornita da un algoritmo informatico, il che significa diminuire i costi marginali a fronte di un numero crescente di clienti. La consulenza umana, d'altra parte, deve per sua natura riflettere un costo fisso per ogni singolo processo di consulenza, relativo al tempo e allo stipendio dell'essere umano. Pertanto, è prevedibile che la crescita del Robo-advice sarà probabilmente accompagnata da un aumento dei

rendimenti su scala e da una continua diminuzione dei costi per i consumatori (Ringe, Ruof, 2018).

Le commissioni più alte registrate in Europa possono essere spiegate dal fatto che i Robo-advisors sono ancora un fenomeno relativamente nuovo sul territorio europeo.

Il motivo principale alla base delle basse commissioni è l'utilizzo degli ETF nella costruzione dei portafogli dei clienti; infatti, il modello passivo permette di ottenere un profitto senza che vi sia la necessità di ulteriori risorse per analizzare il mercato. Viceversa, il modello di investimento attivo sollecita coloro che lo gestiscono a ricercare il maggior numero possibile di informazioni per poter fare degli investimenti che avranno delle performance sul mercato il più soddisfacenti possibile. I costi più alti presenti nei modelli tradizionali di investimento, associati alle commissioni richieste, contribuiscono quindi a ridurre il profitto.

*Grafico 3: Commissioni medie a confronto: percentage of assets under management*



*Fonte: Data processed by the author and by Smart Asset*

Dal grafico si evince chiaramente il risparmio che si ottiene con l'utilizzo di un Robo-advisor relativamente ai soli costi delle commissioni che, sulla base di uno studio eseguito da Smart Asset, nel caso della consulenza tradizionale si

aggirano generalmente intorno all'1%-2% all'anno. A questi si sommano tutte le spese aggiuntive, già illustrate precedentemente, estremamente variabili e talvolta particolarmente elevate. Ad esempio, se un consulente finanziario utilizza fondi comuni di investimento, dovrà essere corrisposto il pagamento associato a tali fondi (il costo medio di un fondo di mutualizzazione è dell'1,25%, anche se i fondi a basso costo possono costare meno dello 0,50%). Tutte queste spese, che spesso non sono chiaramente visibili, incidono in maniera considerevole sulle performance del portafoglio.

Diverse sono le modalità con cui sono fatturati i costi: mentre i Robo-advisors propongono una tariffa “*flat*”, che comprende tutto (come commissioni di acquisto e vendita nonché la gestione del deposito), gran parte degli istituti finanziari hanno una struttura differente, che prevede commissioni per ogni transazione, costi di gestione e amministrazione dei titoli (Traff, 2016). Sono presenti anche gestori che guadagnano in caso di performance positive, il che a prima vista può sembrare vantaggioso, in quanto spinge i consulenti a dare il meglio, ma può indurre ad assumere più rischio di quello desiderato dal cliente, per ottenere performance maggiori (Sironi, 2016). Un altro motivo per cui i gestori automatizzati riescono ad offrire tariffe così convenienti è da ricercare nella gestione dei titoli. Infatti, essi svolgono direttamente la custodia titoli oppure scelgono un depositario meno conosciuto che offra un'integrazione online diretta. Inoltre, avendo pochi strumenti di investimento, non è necessario eseguire un'operazione per ogni cliente, ma potrà essere svolta un'operazione unica per l'insieme dei clienti, dividendo in seguito i titoli.

In conclusione, i Robo-advisors si presentano come una soluzione ideale di wealth management per chi cerca buoni rendimenti a bassi costi e un'ampia scelta di prodotti di investimento.

### **3.7 – Conclusioni**

In quest'ultimo capitolo si è trattato dei diversi tipi di commissione previsti nell'ambito della consulenza finanziaria, che differiscono tra loro principalmente in base alla tipologia dei servizi richiesti e possono essere influenzate da numerosi fattori, quali l'entità del patrimonio, la richiesta di consulenza fiscale, la presenza di polizze assicurative e di un eventuale coordinamento con altri professionisti. Alle commissioni relative alla gestione del denaro, vengono di solito aggiunte quelle richieste per i fondi comuni, se questi sono presenti nel portafoglio del cliente.

Sono state poi osservate attentamente le differenze esistenti fra i modelli di compensazione per i consulenti fee-only e fee-based. Nel primo caso, il consulente lavora in condizioni di autonomia e riceve il suo compenso attraverso una parcella; nel secondo, viene remunerato attraverso una percentuale definita e concordata sul patrimonio conferitogli e il suo guadagno non deriva in alcun modo dagli strumenti consigliati. Pertanto, sono garantite maggiore trasparenza ed efficienza poiché le soluzioni proposte sono generalmente in funzione del profilo di rischio e degli obiettivi del cliente.

Le commissioni di gestione sono prevalentemente determinate come una percentuale dell'AUM, possono essere estremamente variabili e oltre ad essere influenzate dall'entità dell'investimento, dipendono dal metodo di investimento utilizzato.

Si sono infine osservati i benefici che si possono ottenere con l'utilizzo di un Robo-advisor per la gestione dei propri investimenti. Infatti, attraverso l'impiego della tecnologia e ricorrendo agli ETF, questi software riescono a ridurre sensibilmente i costi, che risultano costituiti principalmente dalla gestione del capitale investito e dagli indici di spesa del fondo. Relativamente all'entità del capitale, è richiesta generalmente una dimensione del conto molto più bassa.



È stato esaminato un campione di 62 Robo-advisors presenti nel mercato USA, indicando il capitale minimo richiesto ed i costi globali di ciascuno. Confrontando questi costi con quelli previsti dalle sole commissioni di gestione della consulenza tradizionale, ai quali dovranno essere sommate tutte le eventuali spese aggiuntive, si osserva, mediamente, un evidente risparmio che incide in maniera altamente significativa sui rendimenti del portafoglio.

## CONCLUSIONI

Il fenomeno del Robo-advisory e l'applicazione dei big data alle strategie di investimento sono trend che riguardano l'asset management a livello mondiale. Stanno emergendo due aspetti: il primo è la "race to zero commission", ovvero la crescente pressione competitiva sui margini a cui sono soggetti gli operatori del mercato che vedono, da un lato, sempre più clienti migrare da prodotti a gestione attiva a prodotti a gestione passiva e, dall'altro, una costante competizione sulle commissioni. Il secondo riguarda le prospettive di cambiamento nei bisogni dei clienti: se ora, infatti, la ricchezza è detenuta da una generazione meno incline al canale digitale per la fruizione dei servizi finanziari, saranno ben presto le generazioni dei "nativi digitali" a rappresentare gran parte della domanda. La capacità di catturare sin da oggi le loro esigenze influirà in modo determinante sulle probabilità di successo o di fallimento degli attuali attori del mercato. È ancora presto per dire quali nuovi trend si imporranno, caratterizzando in maniera strutturale l'industria dell'asset management. La situazione è in rapida evoluzione. Sicuramente l'arricchimento delle fonti informative e la crescente sofisticazione dei modelli di analisi spingono verso una crescente automatizzazione dei processi e un contenimento dei costi. In ogni caso, data la natura intrinseca dell'asset management, basata sulla capacità di prevedere rendimenti attesi e la relativa incertezza, e il fatto che le opportunità di investimento, se note a tutti, vengono rapidamente "assorbite" e "livellate" dal mercato, la componente umana continuerà a svolgere un ruolo non secondario nell'elaborazione delle strategie finanziarie.

L'obiettivo di questo lavoro era di evidenziare gli eventuali benefici derivanti dall'utilizzo di un Robo-advisor per la gestione degli investimenti: è stato dimostrato come questi siano presenti e siano soprattutto dovuti ad una

sensibile riduzione dei costi e alla possibilità di investire somme minime con la richiesta di un capitale di accesso solitamente basso; a questi si associano gli indiscutibili vantaggi costituiti dall'assenza di pregiudizi comportamentali, da una migliore diversificazione in termini di rischio e numero di assets e dalla presenza di investimenti alternativi. Tutti questi fattori contribuiscono senz'altro ad un sensibile allargamento della platea degli investitori, costituiti in prevalenza da giovani che si accostano per la prima volta al mondo del risparmio gestito, attratti anche dalla prospettiva di rendimenti migliori.

Naturalmente, con la consulenza automatizzata si otterranno livelli di servizio diversi rispetto a quelli forniti da un consulente tradizionale. Anche se entrambi provvedono alla gestione del portafoglio, un Robo-advisor non può fornire indicazioni su argomenti come la pianificazione immobiliare o la pianificazione assicurativa e saranno sempre limitati i contatti con gli esseri umani. È da ritenere pertanto che i Robo-advisors saranno, almeno nel breve periodo, utilizzati prevalentemente dalle persone con situazioni meno complicate e con meno capitale da investire, mentre i consulenti tradizionali costituiranno ancora la scelta di chi ha più denaro e presenta situazioni finanziarie più complesse.

## BIBLIOGRAFIA

- Aljandali A., Benamraoui A. (2020), “FinTech Innovations: A Review of the Recent Developments and Prospects”, in *Bancaria*, n. 12, dicembre (pp. 84-95)
- Anagnostopoulos I. (2018), “FinTech and RegTech: Impact on Regulators and Banks”, in *Journal of Economics and Business* 100 (pp. 7-25)
- Bakos Y., Lucas C.H., Oh W., Simon G., Viswanathan S., Weber B. (2005), “The Impact of E-Commerce on Competition in the Retail Brokerage Industry”, in *Journal Information Systems Research archive*, Vol. 16, n. 4 (pp. 352-371)
- Barbagallo G. (2018), “L’industria del risparmio gestito: la crescita degli anni recenti e le sfide del futuro”, in *AFB - Bocconi ACADEMY*, Opening Conference, “Business transformation in Asset/Wealth Management”, Milano, ottobre
- Barber B.M., Odean T. (2001), “The Internet and the Investor”, in *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, Number 1 (pp. 41–54)
- Ben David D., Sade O. (2020), “Robo-Advisor adoption, Willingness to Pay, and Trust - Before and at the outbreak of the COVID-19 Pandemic”, in *Building Better Retirement Systems in the Wake of the Global Pandemic*, Wharton Pension Research Council Working Paper, n. 2020-08, luglio
- Caratelli M., Giannotti C., Linciano N., Soccorso P. (2019), “Valore della consulenza finanziaria e Robo-advice nella percezione degli investitori. Evidenze da un’analisi qualitativa”, in *Quaderni FinTech*, n. 6, dicembre
- Colombari E., Tedeschi R. (2019), “Asset management, le nuove frontiere dell'automation”, in *FinTech e digital banking*, Prometeia, aprile
- Commissione europea (2018a), “Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo”, in “Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni”, COM/2018/0109 final, marzo
- Commissione europea (2018b), “Annex to the FinTech Action Plan”, in COM/2018/0109 final, marzo
- Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (2020), “Il commercialista e la consulenza finanziaria agli investimenti”, in *Fondazione Nazionale dei Commercialisti*, Area Finanza Aziendale, Roma, giugno
- Consob (2019), “La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari”, in *Quaderni FinTech*, n.3, gennaio
- Consob (2012), “I servizi di investimento: cosa sono e quali tutele sono previste per i risparmiatori”, in *Educazione finanziaria*, Divisione Tutela del Consumatore, ottobre
- Di Ciommo, F. (2017), “La Consulenza Finanziaria alla luce della MiFID 2”, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*, Roma, Fondazione G. Capriglione (pp. 39-68)

- Eba (2018), “The Eba’s Fintech roadmap”, in Conclusions from the consultation on the Eba’s approach to financial technology, marzo, punti 16-17
- Esma (2018), “Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFid II”, in ESMA35-43-1163 IT, novembre, punti 7-20-32-51-82-100
- Esma (2020), “Question and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics”, in ESMA35-43-349, Q&A n. 33, dicembre
- Fein M.L. (2015), “Robo-Advisors: A Closer Look”, in SSRN Electronic Journal, giugno
- Financial Stability Board (2017), “Artificial intelligence and machine learning in financial services”, in Market developments and financial stability implications, novembre
- Fisch J.E., Labouré M., Turner J.A. (2018), “The Emergence of the Robo-advisor”, in Wharton Pension Research Council Working Papers 10, University of Pennsylvania, dicembre
- Folcia M., Panebianco M., James F. (2016), “Robo-advisor: l’evoluzione del modello di consulenza finanziaria”, in *Bancaria*, PricewaterhouseCoopers, MK n.4
- Haman D. (2020), “Fee-Only Advisors and Insurance Agents - Perfect Together”, in *Journal of Financial Service Professionals*, Vol. 74, n. 1, gennaio
- Jung D., Dorner V., Glaser F., Morana S. (2018), “Robo-advisory - Digitalization and Automation of Financial Advisory”, in *Business & Information Systems Engineering*, Vol. 60, Number 1, Springer (pp. 81-86)
- Kim S.D., Cotwright M., Chatterjee S. (2019), “Who are Robo-advisors users?”, in *Journal of Finance Issues*, Academy of Finance, Chicago, Vol. 18, Iss. 2 (pp. 33-50)
- Lannoo K. (2018), “Funds, fees and performance”, in *European Capital Markets Institute Commentary*, n. 54, luglio
- Linciano N., Soccorso G., Gentile M. (2016), “Le determinanti della domanda di consulenza finanziaria: evidenze per il caso italiano”, in *Quaderni di finanza*, n. 83, marzo
- Linciano N., Soccorso P. (2019), “La tutela dell’investitore retail e la consulenza digitalizzata in Italia”, in *Bancaria*, n. 6, giugno
- Mugerman Y., Sade O., Winter E. (2020), “Out-of-pocket vs. out-of-investment in financial advisory fees”, in *Journal of Economic Psychology*, Vol. 81, 102317, dicembre
- Nicoletti B. (2017), “The Future of FinTech: Integrating Finance and Technology in Financial Services”, in *Palgrave Macmillan*, *Palgrave Studies in Financial Services Technology*, 1st ed.
- Petric I.A. (2015), “Benefits and drawbacks of online trading versus traditional trading. Educational factors in online trading”, in *Annals of Faculty of Economics*, vol. 1, issue 1 (pp. 1253–1259)
- Philippon T. (2016), “The Fintech Opportunity”, in *Nber Working Paper*, n. 22476

Ringe W.G., Ruof C. (2018), “A Regulatory Sandbox for Robo Advice”, in European Banking Institute Working Paper Series 2018, n. 26, maggio

Rocca E., Rossi E. (2019), “La regolamentazione attuale e prospettica del settore Fintech”, in Bancaria, n. 4, aprile (pp. 42-51)

Ruhr A. (2020), “Robo-advisor configuration: An investigation of user preferences and the Performance-Control dilemma”, in European Conference on Information Systems (ECIS), maggio

Sabatini D. (2012), “La relazione Banca–Investitore: cambiamenti in atto e prospettive future” in Intervento al Convegno “Conoscere l’investitore: la rivelazione della tolleranza al rischio finanziario”, Roma, novembre

Schena C., Tanda A., Arlotta C., Potenza G. (2018), “Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l’industria finanziaria nell’era digitale”, in Quaderni FinTech, n. 1, marzo

Sironi P. (2016), “Fintech Innovation: From Robo-Advisors to Goal Based Investing and Gamification”, in Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, Ltd. (pp. 23)

Stolper O.A., Walter A. (2017), “Financial literacy, financial advice, and financial behavior”, in Journal of Business Economics, n. 87 (pp. 581–643)

Traff J. (2016), “The Future of Wealth Management Industry: Evolution of Revolution?” in Massachusetts Institute of Technology, Sloan School of Management, febbraio

Visconti R.M. (2020), “La valutazione delle Fintech”, in Bancaria, n. 2, febbraio (pp. 69-77)

## **SITOGRAFIA**

Consob (anni vari), “Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane” <http://www.consob.it/web/area-pubblica/report-famiglie> (accesso effettuato il 20/01/2021)

PricewaterhouseCoopers, Politecnico Milano, Deus Technology (2018), “Digital Wealth Management: La frontiera per investimenti finanziari consapevoli” [https://www.deustechology.com/wp-content/uploads/2018/07/Digital\\_wealth\\_management\\_eng\\_23\\_07.pdf](https://www.deustechology.com/wp-content/uploads/2018/07/Digital_wealth_management_eng_23_07.pdf) (accesso effettuato il 25/01/2021)

<http://www.oecd.org/finance/financial-education/oecd-pisa-financial-literacy-assessment.htm> (accesso effettuato il 19/02/2021)

<https://www.pwc.com/it/it.html> (accesso effettuato il 19/02/2021)

<https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubsinwsmfhtml.html#Fees> (accesso effettuato il 07/04/2021)