



CAMMINO DIRITTO

Rivista di informazione giuridica
<https://rivista.camminodiritto.it>



LA DIGITALIZZAZIONE DELLA CONSULENZA FINANZIARIA: I C.D. ROBO-ADVICE

L'attuale evoluzione tecnologica sta modificando le modalità di intermediazione del credito, in particolare, i soggetti abilitati, nello svolgimento della loro attività hanno la possibilità di farsi aiutare o sostituire - in tutto o in parte - da programmi informatici. Tali prassi operative consentono di abbassare i costi e migliorare alcuni aspetti del servizio prestato. Tuttavia, dall'altro lato della medaglia vi sono diversi rischi tra cui la possibilità di diminuire la protezione della clientela. Una particolare forma di applicazione della tecnologia al mercato è data dal robo-advice la c.d. consulenza automatizzata, consistente nell'applicazione della tecnologia ai servizi finanziari, attraverso l'utilizzo di piattaforme digitali che emettono raccomandazioni di investimento.

di **Alessandra Viceconte**
IUS/05 - DIRITTO DELL'ECONOMIA
Articolo divulgativo - ISSN 2421-7123

Direttore responsabile
Raffaele Giaquinto

Publicato, Mercoledì 31 Marzo 2021



Abstract ENG

The current technological evolution is modifying the methods of credit intermediation, in particular, the qualified subjects, in carrying out their activities, have the possibility of being helped or replaced - in whole or in part - by computer programs. These operating practices make it possible to lower costs and improve some aspects of the service provided. However, on the other side there are several risks including the possibility of decreasing customer protection. A particular form of application of the technology to the market is given by the robo-advice the so-called automated advice, consisting in the application of technology to financial services, through the use of digital platforms that issue investment recommendations.

Sommario: 1. Introduzione; 2. Le caratteristiche della c.d. robo-advice; 2.2. Profilazione del cliente; 2.3. Costruzione dei portafogli di investimento; 2.4. Asset allocation e ribilanciamento automatico; 3. Modelli di robo-advice; 3.1. Pure Robo-advice D2C c.d. Direct to Consumer; 3.2. Robo for advisor B2B, c.d. business to business; 3.3. Hybrid robo-advisor; 4. Quali sono i benefici e rischi del robo-advice?; 5. Quale forma ha il contratto di consulenza automatizzata?; 6. La Regolamentazione del robo-advice; 6.1. Obblighi informativi nei confronti della clientela; 6.2. Profilatura del cliente tramite questionario online; 6.3. Requisiti organizzativi delle imprese che prestano consulenza automatizzata; 7. Qual è la percezione del robo-advice in Italia?

1. Introduzione

L'attuale evoluzione tecnologica sta cambiando il modo in cui gli operatori del mercato mobiliare prestano i servizi di investimento. Infatti, i soggetti abilitati possono oggi farsi coadiuvare o sostituire da programmi informatici, affidando l'intera attività o parte di essa ad una macchina, che consentirebbe di abbassare i costi e migliorare alcuni aspetti del servizio. Tuttavia, sussiste il rischio di compromettere altri aspetti e, altresì, la possibilità diminuire l'efficacia delle norme di protezione del cliente.

In particolare, una applicazione della tecnologia al mercato è data dal robo-advice la c.d. consulenza automatizzata, ossia l'applicazione della tecnologia ai servizi finanziari, resa attraverso piattaforme digitali e mediate algoritmi che rilasciano raccomandazioni di investimento. Il robo-advice è in grado di colmare il c.d. advice gap, cioè di raggiungere nuove fasce di investitori: investitori "underserved"; investitori con un patrimonio basso; investitori che non hanno possibilità di pagare^[1].

2. Le caratteristiche della c.d. robo-advice

Il termine robo-advisor è stato utilizzato per la prima in un articolo del Financial Planner Magazine intitolato “Robo-Advisor”, ma solo in un momento successivo sono state individuate le principali caratteristiche che ne specificano la particolarità e che, in estrema sintesi, possono esser indicate come segue: processo automatizzato e modesto intervento umano; offerta online; sistema autonomo; richiesta di un preliminare questionario di profilazione; contratto in forma scritta; costruzione di un portafoglio in relazione al profilo e alle caratteristiche del cliente -ossia tolleranza al rischio, età, idea generale di investimento -, monitoraggio, ribilanciamento ed ottimizzazione fiscale^[2].

Occorre precisare che termine il “robo” è utilizzato per sottolineare che la consulenza in oggetto è costruita su una serie di complessi algoritmi i quali, in un preciso momento, determinano la migliore composizione del portafoglio per il cliente, il tutto temperata alla propensione al rischio ed agli obiettivi finanziari di quest’ultimo.

L’espressione “robo-advice” viene utilizzata per definire differenti tipologie di consulenza accomunate, tuttavia, dall’utilizzo di piattaforme online basate su algoritmi e su moderne tecnologie, con lo scopo di creare, gestire e controllare i portafogli di investimento da raccomandare agli investitori.

Molto importante è il rapporto tra il consumatore e l’advisor digitale che può essere automatizzato, in parte o in toto e, altresì, integrato o meno da una qualche forma di interazione umana.

Il servizio di consulenza robo-advice ha lo scopo di ridurre, e a volte eliminare completamente, l’intervento umano, grazie all’ausilio di strumenti tecnologici e algoritmi che consentono di individuare le strategie di investimento migliori per ciascun cliente.

Scendendo nel dettaglio, un tipico processo di consulenza automatizzata prevede il succedersi di tre passaggi: a) profilazione iniziale degli investitori; b) implementazione di strategie di investimento; c) monitoraggio e valutazione di queste ultime.

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

Inoltre, le piattaforme - dove si sviluppa e avviene la consulenza automatizzata - forniscono ai clienti un rapido accesso ai loro account su applicazioni smartphone e siti web di facile utilizzo^[3].

Infatti, i clienti possono apportare modifiche ai loro portafogli ogni volta che lo desiderano e ricalibrare i loro investimenti in modo flessibile, senza doversi recare fisicamente presso il proprio consulente.

I portafogli che vengono costruiti mediante le piattaforme dei robo-advisor sono costituiti da Exchange Trade Funds c.d. ETF, i quali risultano in partenza meno cari dei fondi comuni di investimento.

2.1. Profilazione del cliente

Come sopra esposto, la prima fase della consulenza automatizzata è data dalla profilazione del cliente.

Con il robo-advice la profilazione dell'investitore avviene tramite la somministrazione di un questionario online che, attraverso poche domande – in genere 15 – consente di individuare la tolleranza al rischio dei clienti, gli obiettivi finanziari e gli orizzonti di investimento.

Il programma algoritmico propone un modello di portafoglio personalizzato per gli investimenti del cliente in base alle informazioni fornite, ed in particolare in relazione alla fascia d'età, propensione al rischio, patrimonio da investire, orizzonte temporale, esperienza da investitori e obiettivi.

La creazione di un portafoglio automatizzato richiede poco tempo, in genere meno di 15 minuti.

Grazie agli strumenti digitali e alla connessa velocità degli stessi, gli investitori possono caricare i documenti pertinenti online¹⁴⁾ e, altresì, fornire i dettagli del loro conto bancario per i trasferimenti, in modo tale da potere investire velocemente.

In via ulteriore, tali strumenti consentono ai clienti di valutare e modificare le proprie priorità di investimento in modo più flessibile.

Infine, gli investitori possono modificare e aggiornare alcune delle risposte al questionario on line, come ad esempio la tolleranza al rischio e le aspettative di rendimento connesse all'investimento.

2.2. Costruzione dei portafogli di investimento

Per la costruzione del portafoglio dei clienti, i robo-advisors utilizzano generalmente strumenti di investimento passivi, che assicurano ampia diversificazione dei portafogli, con poche ed economiche operazioni d'investimento.

Gli ETF hanno caratteristiche redditizie e vantaggiose per le strategie di consulenza automatizzata. Tenuto conto del loro basso costo e dell'efficienza operativa che li contraddistingue, essi sono infatti i principali strumenti di investimento utilizzati nelle proposte dei robo-advisor^[5].

Il loro scopo è di replicare la performance dell'indice benchmark^[6] al quale si riferiscono. Di conseguenza, essi non richiedono alcun processo decisionale e di selezione attivo da parte dei gestori di portafoglio per quanto riguarda la selezione e l'allocazione dei fondi^[7].

Nel selezionare dal grande universo di ETF investibili, i robo-advisor di solito seguono un approccio top-down escludendo, innanzitutto, gli ETF leveraged, gli ETF che non sono abbastanza diversificati o che forniscono una copertura di nicchia.

Secondo l'approccio top down viene definita l'asset allocation strategica, ossia la struttura che il portafoglio dovrà mantenere per l'holding period^[8], in tal modo stabilito la tipologia di attività e il relativo peso, l'eventuale asset allocation tattica, che consiste nella valutazione dell'andamento delle variabili reali ed economico-finanziarie, al fine di sfruttare temporanee fasi del mercato. Il tutto si conclude con lo stock picking, ossia la selezione dei singoli titoli.

2.3. Asset allocation e ribilanciamento automatico

Per l'individuazione di ETF specifici, i robo-advisors solitamente utilizzano algoritmi basati sull'approccio media-varianza di Markowitz^[9]. In sostanza, vengono utilizzate la volatilità, i rendimenti attesi e le correlazioni di un intervallo di classi di attività come parametri di input, al fine di creare un portafoglio a rendimento massimo e varianza minima. Le serie storiche vengono utilizzate per stimare i parametri dell'ottimizzazione media varianza e per creare portafogli efficienti in termini di rischio/rendimento.

Al fine di assicurare che il rischio complessivo del portafoglio non aumenti, nei servizi di robo-advisory è particolarmente rilevante monitorare regolarmente i portafogli e provvedere al ribilanciamento degli stessi, allo scopo di mantenere inalterata l'asset location strategica, ossia tenere costante il peso della componente rischiosa del portafoglio

che, in assenza di intervento, tende a variare in misura direttamente proporzionale alla variazione di prezzo^[10].

Infine, occorre evidenziare un ulteriore fattore determinante per il ribilanciamento e l'asset allocation, ossia il c.d. tax loss harvesting^[11], un meccanismo di compensazione ed arbitraggio fiscale che permette a tali algoritmi di migliorare le performance del portafoglio, ed il confronto dei costi associati a ciascuno strumento scelto.

3. Modelli di robo-advice

3.1. Pure Robo-advice D2C c.d. Direct to Consumer

Il servizio di robo-advice puro è caratterizzato dalla presenza dell'automazione in ogni fase del processo di fruizione del servizio, in tal modo i clienti possono investire in maniera autonoma il proprio denaro. Infatti, il cliente si rapporta direttamente con il robot, senza l'interferenza della componente umana. Inoltre, l'algoritmo^[12] fornisce al cliente un consiglio che tiene conto delle risposte fornite dall'investitore stesso.

Tuttavia, è necessario chiarire che in questa tipologia di consulenza le domande presentate al cliente sono standardizzate e successivamente elaborate, tenendo conto delle caratteristiche dei prodotti offerti.

Il cliente, una volta acquisiti i risultati della consulenza ricevuta, può scegliere di recarsi dal proprio broker oppure investire direttamente tramite la piattaforma telematica, ove il sito lo consente.

3.2. Robo for advisor B2B, c.d. business to business

Tale modello di consulenza automatizzata pone gli automated tools a supporto dell'advisor o del private banker per ottimizzarne e supportarne l'attività di consulenza^[13]. Il contratto di consulenza si configura come un contratto di tipo B2B, c.d. business to business, ossia transazioni commerciali elettroniche tra imprese^[14].

3.3. Hybrid robo-advisor

Il modello di consulenza automatizzata ibrida combina l'elemento umano e l'elemento digitale in una o più fasi del processo. Il servizio puramente digitale, infatti, viene spesso affiancato da un servizio più propriamente "fisico" ricorrendo a due diversi canali: un

supporto umano da remoto al cliente, durante l'utilizzo della piattaforma digitale, oppure una proposta di premium, che prevede il supporto fisico del consulente finanziario. Tale tipologia di robo-advice può rappresentare un valido compromesso, in quanto il consulente umano mantiene una certa centralità nello svolgimento del servizio.

4. Quali sono i benefici e rischi del robo-advice?

Il Final Report dell'ESMA ha enumerato i benefici connessi all'utilizzo di automated tools, ma ha indicato altresì i potenziali rischi cui è esposta la clientela.

In relazione ai benefici, l'utilizzo degli strumenti automatizzati determinerà sicuramente l'abbattimento dei costi, l'ampliamento della possibilità di accesso ai servizi finanziari; la possibilità di svolgere l'attività di consulenza nei confronti di una platea più ampia. Tuttavia, vi sono anche dei rischi, ossia la scarsa chiarezza di funzionamento degli strumenti automatizzati; la difficoltà di comprensione da parte del cliente. Inoltre, in caso di errata profilatura, sussiste l'incapacità del robot di capire l'errore e conseguente somministrazione di raccomandazioni non corrispondenti al profilo di rischio del cliente. Infine, vi è poca trasparenza in relazione alla responsabilità in caso di errore.

5. Quale forma ha il contratto di consulenza automatizzata?

La consulenza in materia di finanziamenti prevede la creazione di un rapporto tra il consulente ed il cliente.

Secondo il legislatore europeo, come sopra esposto, non rileva se la consulenza è prestata secondo i canali tradizionali o digitali^[15]. Infatti, il legislatore non ritiene necessaria una modifica della definizione del servizio di consulenza solo perché si utilizza una piattaforma.

Ciò non toglie che la relazione che si viene ad instaurare tra intermediario e cliente è differente se prestata tramite un algoritmo.

Per quanto concerne la forma del contratto di consulenza, occorre precisare che la normativa non prevede una forma scritta obbligatoria a meno che la consulenza non sia abbinata alla valutazione periodica di adeguatezza^[16].

È opportuno sottolineare che nel caso di consulenza tradizionale e quando è utilizzato di modello di robo for advisor, l'intermediario usa la modulistica "tradizionale". Per il resto

resta tutto immutato.

Invece, per quanto concerne il modello di robo advisor puro e ibrido, il consulente automatizzato si rivolge a persone in possesso di un livello medio-alto di informatizzazione; inoltre, opera in via esclusiva per mezzo di piattaforme online e utilizza le tecniche di comunicazione a distanza. Pertanto, si sono configurate diverse alternative per lo scambio dell'accettazione e della proposta di consulenza.

Una prima soluzione è l'utilizzo delle vie postali. Il cliente in tale modalità riceverebbe il contratto di consulenza via e-mail o posta elettronica certificata, dovrebbe stamparlo, compilarlo e firmarlo per poi spedirlo. Tuttavia, se si applicassero a tale circostanza, i recenti principi di legittimità si potrebbe utilizzare il contratto mono-firma, il quale necessita della presenza della sola firma del cliente e, di conseguenza, l'intermediario non sarebbe costretto a firmare e spedire al cliente la proposta in precedenza firmata^[17]. Pertanto, la mancata sottoscrizione da parte del cliente non è condizione di tacita ratifica.

Alla luce di quanto sopra, è necessario – in tali circostanze – che il contratto venga redatto per iscritto, sottoscritto dall'investitore e che a questo ultimo ne venga consegnata una copia. L'intermediario ha l'obbligo di raccogliere la firma del cliente, fornire una copia del contratto a questo ultimo ed eseguire il contratto stesso.

La seconda alternativa potrebbe essere l'informatizzazione del contratto e le parti potrebbero procedere alla sua sottoscrizione in modalità elettronica^[18].

6. La regolamentazione del robo-advice

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

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

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

Quando si parla di robo-advisor, lo sappiamo, il riferimento ultimo è a degli algoritmi. Tuttavia, è indubbio che il loro utilizzo necessiti di una regolamentazione.

Negli ultimi anni, dunque, è aumentata l'attenzione delle autorità europee, interessate a salvaguardare la tutela del consumatore. A tale scopo, nel 2015 è stato avviato un processo esplorativo del tema in oggetto, con il fine di comprendere meglio le caratteristiche proprie della robo-advisory, attenzionare i potenziali benefici e di pari passo gli eventuali rischi ad esso associati, tenendo in ampia considerazione la tutela del consumatore e le necessità delle istituzioni creditizie^[19].

L'impegno assunto nel 2015 era quello di intervenire qualora l'indagine avesse evidenziato eventuali rischi, proponendo una risposta di tipo regolamentare o di altra natura. Al termine della consultazione, però, le autorità europee non hanno assunto alcuna drastica o rivoluzionaria posizione. Infatti, le Autorità coinvolte si sono astenute da un intervento regolamentare supplementare. Di conseguenza, ad oggi è possibile affermare che la normativa vigente trova applicazione al servizio prestato, a prescindere dal mezzo utilizzato.

Infatti, la direttiva 2014/65/UE c.d. Direttiva MIFID II, stabilisce che il servizio di consulenza in materia di investimenti erogato per il tramite di sistemi automatizzati o semi-automatizzati è disciplinato dai medesimi testi normativi della consulenza tradizionale, a prescindere dal canale di interazione con il cliente^[20].

La MIFID II, persegue, tra i tanti obiettivi, quello della massima armonizzazione così da "riconduurre più facilmente le norme e l'operatività dei mercati finanziari europei all'interno in un quadro giuridico e regolamentare comune a tutte le piazze comunitarie".

Occorre, altresì, evidenziare che le innovazioni introdotte dalla MIFID II intervengono su due fronti del servizio della consulenza automatizzata.

In relazione alla posizione dell'advisor, si richiede una qualifica idonea ed una esperienza adeguata, e di conseguenza vengono imposte regole più restrittive in tema di inducement^[21].

In merito, invece, alla posizione del cliente investitore, è posta alla base del servizio di consulenza la tutela dello stesso, attraverso la valutazione di adeguatezza^[22]. Tale valutazione si fonda su una profilatura più ampia del cliente e, dunque, sulla raccolta di una serie di informazioni relative alle sue attitudini speculative, alla propensione al rischio, conoscenze ed esperienze in materia di investimenti - riguardo al tipo di specifico

di prodotto o servizio -, alla sua situazione finanziaria, ai suoi obiettivi di investimento, al fine di realizzare un profilo il più veritiero possibile^[23].

A tal riguardo, occorre sottolineare che nel 2018 l'ESMA ha pubblicato il Final Report ^[24] recante le linee guida in tema di adeguatezza. Tale documento ha chiarito quali sono gli obblighi spettanti agli asset manager ed ai consulenti al momento della presentazione di un prodotto finanziario sul mercato.

Tale report, da una parte, tenta di aggiornare le linee guida già adottate dall'Authority nel 2012, dall'altra intende estendere l'ambito applicativo di queste ultime alla consulenza finanziaria automatizzata.

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

L'intento dell'ESMA sembra quello di elaborare una "robo-advice governance"^[25], un decalogo operativo, e per farlo l'Autorità utilizza misure di soft law, al fine di chiarire agli operatori taluni profili relativi all'utilizzo della consulenza automatizzata^[26].

Orbene, la finalità del Final Report è quella di inquadrare il processo di suitability da parte degli algo-consulenti, considerando che tale momento assume particolare rilevanza nella "filiera dell'investimenti"^[27].

L'Authority ha precisato, altresì, che tali linee guida sono rivolte a tutte le imprese fornitrici di servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafoglio, indipendentemente dai mezzi di comunicazione utilizzati con i clienti.

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

Occorre, altresì, sottolineare che l'Esma, inizialmente, aveva inteso dettare disposizioni aggiuntive alla MIFID II per i servizi di robo-advice, attraverso le guidelines, così di fatto aumentando da una parte gli obblighi operativi in capo alle imprese che prestavano il servizio di consulenza per mezzo di un algoritmo e allo stesso tempo chiarendo l'inquadramento regolamentare di tale fattispecie. Tuttavia, successivamente, l'Autorità è

tornata sui propri passi, stabilendo di non voler introdurre requisiti aggiuntivi ma piuttosto di richiedere requisiti organizzativi a queste imprese finalizzati alla corretta e trasparente gestione e governo degli algoritmi attraverso cui si presta il servizio.

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

6.1. Obblighi informativi nei confronti della clientela

L'ESMA ha stabilito che le informazioni da trasmettere al cliente devono includere: un'illustrazione chiara del grado e dell'estensione del coinvolgimento umano; la circostanza che le risposte fornite dai clienti hanno una incidenza diretta nella determinazione dell'adeguatezza delle decisioni di investimento raccomandate o assunte per conto dei clienti medesimi; una descrizione delle fonti informative utilizzate per generare consulenza di investimento o per la gestione del portafoglio; avvertenza circa modi e tempi di aggiornamento delle informazioni del cliente in merito alla sua situazione finanziaria, alle sue circostanze personali, e similia.

6.2. Profilatura del cliente tramite questionario online

Il Final Report ha chiarito che le imprese devono conformare i loro questionari online in modo tale da poter raccogliere le informazioni necessarie circa gli investitori. Tenuto conto che con i robo-advisor l'interazione umana è ridotta al massimo o totalmente assente, risulta necessario capire se: le informazioni raccolte mediante il questionario online consentano all'impresa di comprendere l'adeguatezza della consulenza fornita ai clienti; le domande del questionario siano sufficientemente chiare e se il questionario stesso sia strutturato in modo tale da fornire ulteriori esempi ai clienti laddove ciò risulti necessario. Inoltre, è necessario evidenziare al cliente se una forma di interazione umana è disponibile per i clienti nel momento in cui rispondono al questionario online e, inoltre, se sono stati inseriti ulteriori passaggi onde verificare risposte contraddittorie del cliente.

6.3. Requisiti organizzativi delle imprese che prestano consulenza automatizzata

Accogliendo alcune osservazioni poste nel corso della consultazione, il testo finale delle

guidelines focalizza l'attenzione sulla governance degli algoritmi piuttosto che sulla relativa trasparenza nei confronti del cliente. Quel che interessa all'ESMA, in ultima istanza, è dunque favorire una maggiore efficacia attraverso la definizione di un comune approccio europeo e l'individuazione di good practices utili per la supervisione. Viene perciò chiesto alle imprese che utilizzano sistemi automatizzati, di monitorare e testare gli algoritmi per garantire l'adeguatezza delle transazioni già a partire dalla fase di design degli algoritmi stessi. A tale scopo, dunque, le imprese devono: predisporre una documentazione adeguata sulla struttura degli algoritmi la quale illustri in modo chiaro la finalità, lo scopo e la struttura degli stessi; disporre di una strategia di test documentata che spieghi l'ambito del test sugli algoritmi e ne illustri tutti i risultati; implementare policies adeguate per la gestione e modifica degli algoritmi; revisionare e aggiornare gli algoritmi in modo tale da riflettere cambiamenti importanti – siano essi di mercato o della normativa vigente - che possono influenzarne l'efficacia; avviare policies e procedure tali da individuare errori presenti all'interno dell'algoritmo; disporre di risorse, sia umane che tecnologiche, al fine di supervisionare la performance degli algoritmi; e infine disporre di un processo di verifica adeguato in merito all'adempimento di determinati passaggi.

7. Qual è la percezione del robo-advice in Italia? ^[28]

In conclusione, è opportuno evidenziare il lavoro di ricerca posto in essere dalla Consob, che ha avuto ad oggetto un'analisi qualitativa delle percezioni degli investitori in merito al valore della consulenza e, in particolare, del robo advice, al fine di individuare i fattori che possono alimentare l'accettazione della tecnologia e la propensione a usare il canale digitale.

L'analisi si è fondata sulle evidenze di due focus groups, differenti per l'intensità e la regolarità delle relazioni con il consulente finanziario.

Con riferimento ai partecipanti ai focus groups, i fattori di stimolo della domanda potenziale di robo-advice sono riconducibili a tre livelli di percezione riferibili rispettivamente alla sfera attitudinale, emotiva e razionale. In relazione al livello attitudinale, la maggior parte dei partecipanti ai focus groups esprime curiosità e apertura a valutare l'innovazione. Tuttavia, da un punto di vista emozionale, l'attrattività del servizio digitale viene indebolita da diversi fattori, tra cui: la mancanza di un riferimento umano stabile; la paura di dover decidere in autonomia; la preoccupazione di perdere il controllo del processo legata anche all'insicurezza dettata dalla bassa cultura finanziaria; la paura collegata alla sicurezza informatica e al trattamento dei dati sensibili.

Da un altro punto di vista però, l'interesse nella novità è dato da una valutazione razionale delle caratteristiche del servizio. In particolar modo, soggetti più sofisticati o delusi dalle

esperienze precedenti attribuiscono al robo-advice svariati vantaggi legati a: oggettività del consiglio, in contrapposizione alla discrezionalità della raccomandazione proposta da un consulente umano; continuità nel monitoraggio automatizzato del portafoglio; “democraticità”, a fronte delle più favorevoli condizioni di accesso in termini di soglie patrimoniali minime e costi; comodità della user experience.

In via ulteriore, gli elementi maggiormente sono l’elemento innovativo della consulenza automatizzata, soprattutto nel caso di insoddisfazione delle esperienze di investimento pregresse, l’oggettività dell’algoritmo e l’accessibilità delle piattaforme online. In estrema sintesi, si può dire che le opinioni espresse dai partecipanti all’indagine sembrano convergere su alcuni fattori chiave che già alimentano ovvero possono alimentare la domanda di robo-advice. Un altro fattore che accomuna tutti gli intervistati è la propensione per il modello ibrido di consulenza automatizzata, che congiunge il canale digitale con l’assistenza di un consulente umano. L’attività di indagine ha fornito ulteriori evidenze di interesse anche per possibili implicazioni in termini di consumer protection, ed in particolare di educazione finanziaria.

Gli intervistati comprendono l’importanza del risparmio e della gestione parsimoniosa del denaro, ma mostrano una scarsa propensione a pianificare in modo strutturato. In particolar modo, i soggetti meno sofisticati hanno una scarsa conoscenza del servizio di consulenza, dei relativi costi e dell’importanza dello scambio informativo consulente-cliente, ai fini della valutazione di adeguatezza. Pertanto, si conferma il ruolo educativo del consulente come un importante punto di riferimento in tutte le fasi del processo di investimento.

Note e riferimenti bibliografici

- [1] Consob, Quaderno FinTech n. 6 - dicembre 2019, a cura di M. Caratelli, C. Giannotti, N. Linciano, P. Soccorso
- [2] Di Mascio A., Wealth management e fintech. Le nuove sfide tra private banker e robo advisor, EGEA, 2018
- [3] Orçun Kaya, Robo-advice. A true innovation in asset management, 10 agosto 2017, Jan Schildbach, Deutsche Bank Research
- [4] Jung D., Dorner V., Glaser F., Morana S., Robo-Advisory: Digitalization and Automation of Financial Advisory, in *Business & Information Systems Engineering*, 60, 2018
- [5] Si tratta di panieri di titoli scambiabili sul mercato durante le sessioni di negoziazione e che adottano un approccio di investimento passivo, privo di dinamismo e finalizzato alla replica del rendimento di mercato, risultando meno costosi da gestire.
- [6] Per indice benchmark si intende un parametro oggettivo, di solito rappresentante l'andamento di una categoria di fondi, preso a riferimento per comparare i risultati della gestione dei singoli fondi attivi.
- [7] Jung D., Dorner V., Glaser F., Morana S., Robo-Advisory: Digitalization and Automation of Financial Advisory, in *Business & Information Systems Engineering*, 60, 2018.
- [8] L'orizzonte temporale di riferimento per le proprie scelte di investimento.
- [9] Il principio base che governa la teoria di Markowitz è che al fine di costruire un portafoglio efficiente occorre individuare una combinazione di titoli tale da minimizzare il rischio e massimizzare il rendimento complessivo compensando gli andamenti asincroni dei singoli titoli. Per far sì che ciò accada, i titoli che compongono il portafoglio dovranno essere incorrelati o, meglio, non perfettamente correlati.
- [10] Le strategie di ribilanciamento si basano sui concetti di tempo e di soglia nonché su una combinazione tra i due. Le prime sono quelle che ribilanciano i portafogli con regolarità settimanale, mensile, trimestrale o annuale. Le seconde riequilibrano i portafogli quando essi si discostano per una percentuale minima predeterminata da determinati obiettivi.
- [11] Cfr. Wealthfront, Tax Loss Harvesting White Paper, 2013; Betterment, Tax Loss Harvesting White Paper, 2013.
- [12] L'algoritmo è un procedimento eseguibile in un tempo definito per risolvere una classe di problemi. Esso può essere scritto in un linguaggio comprensibile all'uomo, ed il programma è il risultato della sua codifica. Il concetto di algoritmo, dunque, è più ampio rispetto al limitato contesto dei calcolatori qui considerato, poiché consiste in «un costrutto intellettuale che esiste indipendentemente da qualsiasi rappresentazione»; Cfr. Knuth, *Gli algoritmi*, in *Le scienze*, 108, agosto 1977. In tema si veda inoltre Luccio, *La struttura degli algoritmi*, Torino, 1984. Per quanto riguarda il funzionamento dell'algoritmo, invece, tradizionalmente esso viene dapprima codificato e solo in seguito introdotto nel calcolatore. Qui gli elementi di input sono presupposti, mentre il risultato del lavoro della macchina, ossia l'output, è l'elemento che si voleva ricavare. Il frutto dell'applicazione dell'algoritmo è pertanto un dato e non un processo, secondo un modo di operare detto "sequenziale". Tale caratteristica rende le macchine più efficienti dell'uomo nello svolgere compiti deduttivi, poiché per cercare il risultato desiderato in un insieme finito di occorrenze essi dimostrano una potenza di calcolo superiore.
- [13] Ghetti R., Robo-advice: automazione e determinismo nei servizi di investimento ad alto valore aggiunto, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc.4, 27 OTTOBRE 2020, pag. 540
- [14] Le linee guida dell'Esma definiscono «“robo-for-advisors” (cosiddetta robo-advice rivolta all'intermediario), strumenti semi-automatizzati che consentono al consulente di comprendere i bisogni e gli obiettivi del cliente e di identificare l'investimento o la strategia adeguata»: Esma, Final Report.
- [15] Sul principio della neutralità tecnologica si rimanda a EU PARLIAMENT, Committee on Economic and

Monetary Affairs, Report on Fin-Tech: the influence of technology on the future of the financial sector.

[16] L'ideazione della forma libera per il contratto di consulenza risponde all'esigenza di tutelare l'investitore, in quanto il servizio di consulenza è integrato anche quanto "suggerimenti e consigli vengono offerti [...] in occasione dell'erogazione di un altro servizio", secondo lo schema della consulenza strumentale o incidentale. Da un punto di vista probatorio, l'investitore potrà dimostrare di aver ricevuto la consulenza ricorrendo ad ogni prova.

[17] Il riferimento è alla pronuncia del 16 gennaio 2018 n. 898 resa a Sezioni Unite dalla Corte di Cassazione, nella quale i giudici hanno affermato che l'assenza della sottoscrizione dell'intermediario finanziario non determina la nullità del contratto quadro, ex art. 23 del TUB, a condizione che venga sottoscritto dall'investitore e a questi ne venga consegnata una copia.

[18] Per il tramite degli strumenti previsti dal D.Lgs. 7 marzo 2005 n. 82 e del Regolamento UE del 23 luglio 2014, n. 910/2014 o tramite firma digitale oppure adoperando un altro tipo di firma elettronica qualificabile come firma elettronica avanzata (c.d. FEA).

[19] La questione evidenziata da R. Lener e P. Lucantoni, Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e normativo?, in Banca, borsa e tit. cred., 2012, p. 369.

Si veda, inoltre, il considerando n. 70 della Mifid II e nello stesso senso la consultazione preliminare della Consob del 22 dicembre 2016 sull'attuazione degli orientamenti dell'ESMA (ESMA/2015/1886) nel quadro della direttiva MIFID II in relazione alle conoscenze e competenze delle persone fisiche.

[20] Cfr. Considerando n. 86 e art. 54, comma 1, del Regolamento (UE) delegato della Commissione 2017/565 del 25 aprile 2016 e Orientamenti ESMA, 2018.

[21] Cfr. Art. 11, della Direttiva delegata (UE) 2017/593 della Commissione, del 7 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo.

[22] C.d. processo di suitability. Cfr. M.T. Paracampo, L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra anglo-governance e nuovi poteri di supervisione, in Rivista di Diritto Bancario, fasc. III, 2018, p. 554.

[23] Tali elementi costituiscono la regola del c.d. "know your customer rule". A tal riguardo, si veda l'art. 25, della Direttiva MIFID II, che disciplina l'obbligo di informarsi gravante sull'intermediario nel caso di consulenza in materia di investimento o gestione di portafoglio.

[24] Final Report. Guidelines on certain aspect of the MIFID II suitability requirements, ESMA, 2018

[25] A. M. PANCALLO, La consulenza finanziaria nell'era del Fintech, Cacucci Editore, Bari, 2020, p. 154.

[26] M.T. Paracampo, "La consulenza finanziaria automatizzata", in FINTECH. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari, Giappichelli Editore, Torino, 2017, p. 127.

[27] La valutazione relativa all'adeguatezza dell'investimento è tra le priorità anche delle ESAs.

[28] Consob, Quaderno FinTech n. 6 - dicembre 2019, a cura di M. Caratelli, C. Giannotti, N. Linciano, P. Soccorso

* Il simbolo {https/URL} sostituisce i link visualizzabili sulla pagina:
<https://rivista.camminodiritto.it/articolo.asp?id=6765>