



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

Robo Advisor: la consulenza finanziaria nell'era del FinTech

Relatore

Ch. Prof.ssa Gloria Gardenal

Laureando

Thomas Agostini
Matricola 867178

Anno Accademico

2021 / 2022

*Un ringraziamento speciale alla mia relatrice Gloria Gardenal che
con grande disponibilità, serietà ed impegno
mi ha accompagnato nella stesura di questa tesi.*

*Ringrazio i miei amici,
in particolare il mio migliore amico Tommaso,
che mi ha supportato in questi anni e con cui ho condiviso
momenti indimenticabili.*

*Ringrazio i miei nonni e mia sorella Alice
che hanno sempre creduto in me.*

*Ma soprattutto desidero ringraziare di cuore i miei genitori
che mi hanno permesso di arrivare fino a qui.
Sono sempre stati la mia forza e questo lavoro è dedicato a loro.*

INDICE

INTRODUZIONE	<i>Pag.</i>	1
---------------------	-------------	---

CAPITOLO PRIMO

CONSULENZA FINANZIARIA: EVOLUZIONE STORICA E NORMATIVA

1.1	Legge Sim (Legge n.1/1991)	<i>Pag.</i>	4
1.2	Decreto Eurosim e il declassamento a servizio accessorio	»	6
1.3	La Direttiva MiFID 1	»	10
1.3.1	Organizzazione dei mercati	»	12
1.3.2	Le novità nel rapporto con la clientela	»	13
1.3.3	La consulenza finanziaria secondo la direttiva MiFID	»	16
1.4	La Direttiva MiFID 2	»	18
1.4.1	Consulenza su base indipendente, obblighi informativi e trasparenza sui costi	»	21
1.5	La consulenza finanziaria secondo la direttiva MiFID II	»	24
1.5.1	Soggetti abilitati a svolgere il servizio di consulenza	»	24
1.5.2	Profilatura del cliente: il questionario MiFID II	»	25

CAPITOLO SECONDO

LA DIGITALIZZAZIONE DEI SERVIZI FINANZIARI E LA RIVOLUZIONE FINTECH

2.1	Il percorso verso il FinTech	<i>Pag.</i>	29
2.1.1	Il mercato e i servizi FinTech	»	32
2.2	I player del mercato	»	42
2.3	Il rapporto tra banche, FinTech e Big Tech	»	46
2.4	Strategie competitive	»	49
2.5	Il caso italiano	»	51

CAPITOLO TERZO

LA CONSULENZA AUTOMATIZZATA: I ROBO ADVISOR

3.1	Definizione ed evoluzione dei robo advisor	<i>Pag.</i>	57
3.2	Funzionamento	»	59
3.2.1	Profilazione del cliente e costruzione del portafoglio	»	59
3.2.2	Ribilanciamento e ottimizzazione fiscale	»	64
3.3	Tipologie di Robo advisor	»	67
3.3.1	Player del mercato	»	70
3.3.2	Vantaggi e criticità	»	73
3.4	Regolamentazione	»	78
3.5	Consulente umano vs robo advisory	»	82
3.6	Gli scenari futuri	»	85

CAPITOLO QUARTO

LA ROBO ADVISORY TRA STUDI ACCADEMICI E PUNTO DI VISTA DEI PROFESSIONISTI

4.1	Gli studi scientifici in tema di robo advisory	<i>Pag.</i>	87
4.1.1	Le caratteristiche degli utenti	»	88
4.1.2	Fattori associati all'adozione di robo advisor	»	91
4.1.3	Il servizio	»	93
4.2	Analisi empirica: sondaggio rivolto ai professionisti finanziari sul tema robo advisory	»	95
4.2.1	Il questionario e i temi trattati	»	95
4.2.2	Analisi dei risultati	»	97
4.2.2.1	Il campione	»	97
4.2.2.2	Il sentiment rispetto alla robo advisory	»	97
4.3	Agenda per la ricerca futura	»	100

CONCLUSIONI	<i>Pag.</i>	102
--------------------	-------------	-----

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	<i>Pag.</i>	105
----------------------------------	-------------	-----

INTRODUZIONE

Il presente studio è incentrato sulla consulenza finanziaria e sulla robo advisory. Il primo capitolo analizza e definisce la consulenza finanziaria descrivendo i numerosi interventi e cambiamenti normativi di cui è stata oggetto nel corso degli anni. In particolare, partendo dalla legge Sim del 1991 fino ad arrivare alla direttiva MiFID II, il capitolo tratta l'evoluzione storica del servizio di consulenza, che ha portato alla attuale figura del consulente finanziario. Entrando più nel merito dei passaggi salienti di questa evoluzione, la consulenza in materia di valori mobiliari, dopo essere stata inserita tra le attività di intermediazione mobiliare nel 1991 con la legge Sim, e quindi tra le attività che potevano essere svolte solo da soggetti autorizzati (SIM, istituti di credito, società fiduciarie, ecc.), è stata declassata a servizio accessorio con il recepimento della direttiva ISD tramite il Decreto Eurosim. Così facendo, la consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari (novità terminologica introdotta dal Decreto appena citato) è diventata un'attività libera, esercitabile da chiunque. Successivamente, la direttiva MiFID I (Direttiva 2004/39/CE) ha introdotto novità fondamentali sia sul lato dell'organizzazione dei mercati, tramite tre diverse sedi di negoziazione, che dal lato dei risparmiatori, garantendo loro adeguati livelli di protezione tramite le valutazioni di adeguatezza e appropriatezza. La direttiva all'art. 4 definisce in maniera chiara la consulenza in materia di investimenti, facendola rientrare nuovamente tra le attività di investimento.

Dopo la crisi finanziaria del 2008, che ha messo in luce una serie di debolezze, si è intervenuto nuovamente con la Direttiva 65/2014/UE, meglio nota come MiFID II, le cui principali novità introdotte hanno riguardato l'obbligo per l'intermediario di specificare se la consulenza prestata sia su base indipendente o meno, la piena trasparenza dei costi diretti e indiretti e il fatto che già nel processo di creazione e distribuzione degli strumenti finanziari dev'essere ben specificato il target di clientela a cui si riferiscono. Inoltre, la normativa ha rafforzato la figura del consulente finanziario, cercando di ridurre al minimo l'asimmetria informativa tramite il questionario MiFID II, che aumenta il numero di informazioni da richiedere al cliente aggiungendo la capacità di sostenere perdite e la tolleranza al rischio, specificando anche le modalità di raccolta di tali informazioni.

Il secondo capitolo verte sulla digitalizzazione dei servizi finanziari e sulla rivoluzione FinTech. Viene definito il concetto di FinTech e, dopo aver analizzato storicamente il percorso che ha portato verso questo fenomeno, vengono presentati in dettaglio i principali servizi innovativi offerti (pagamenti, InsurTech, WealthTech, RegTech, cybersecurity, blockchain e cryptovalute) e gli investimenti ricevuti dal settore negli ultimi anni.

Successivamente si passano in rassegna alcuni dei principali player del mercato, evidenziando il rapporto tra banche, startup Fintech e Big Tech e specificandone i relativi punti di forza, le possibili strategie competitive e offrendo degli spunti di riflessione sui possibili scenari futuri. L'ultima parte del secondo capitolo è dedicata all'impatto e alla crescita che hanno avuto le soluzioni FinTech nel nostro Paese, anche come conseguenza della pandemia di Covid-19.

Il terzo capitolo cerca di dare una overview completa sul tema della consulenza automatizzata e delle piattaforme di robo advisory. Dopo aver definito di cosa si tratta, si analizza il suo funzionamento, entrando nel dettaglio delle varie fasi del processo di consulenza automatizzata: profilazione del cliente, costruzione del portafoglio tramite strumenti passivi (in particolare ETF), monitoraggio e ribilanciamento automatico e, in alcuni casi, ottimizzazione fiscale.

Successivamente vengono distinte le 3 tipologie di robo advisor (puro, ibrido, robo for advisor) alle quali sono correlate, rispettivamente, 3 tipologie di clientela (smart, multitask, tradizionale). L'analisi permette al lettore di farsi un'idea su chi è il target di riferimento e la fascia di clienti più indirizzata all'utilizzo di piattaforme di questo tipo. Anche qui, come nel capitolo sulla rivoluzione FinTech, si riportano alcuni dei principali player di mercato, in questo caso i primi cinque robo advisor al mondo per asset in gestione (AUM) e per numero di clienti gestiti.

Il mercato dei robo advisor, essendo in grande crescita, ha attirato non solo l'attenzione di potenziali investitori ma anche delle Autorità. Per questo viene riportata anche quella che è, ad oggi, la regolamentazione che si applica alle piattaforme di robo advisory. Sostanzialmente, le autorità di regolamentazione hanno finora ritenuto che le leggi e il "pacchetto" previsto da MiFID II e i regolamenti collegati, siano sufficientemente flessibili per coprire anche la fornitura di consulenza automatizzata sugli investimenti e

la gestione dei portafogli. Viene però evidenziato come i rapidi sviluppi tecnologici potrebbero condurre a un ripensamento del quadro di responsabilità esistente.

Si giunge così alla parte dell'elaborato in cui si concentrano le principali analisi e si riportano i risultati delle ricerche empiriche, prima di tutto studiando i vantaggi e le criticità della consulenza automatizzata ed esaminando in quale direzione potrebbe andare, nei prossimi anni, la consulenza.

Nel quarto e ultimo capitolo vengono riportati i principali studi accademici sul tema della robo advisory e i risultati di una survey condotta su un piccolo campione di professionisti finanziari, il cui obiettivo è quello di intercettare il loro punto di vista riguardo a questo nuovo modo di fare consulenza.

Sia le ricerche empiriche che i risultati di vari studi hanno evidenziato come, molto probabilmente, si vada, in futuro, verso un'integrazione dei due modi di fare consulenza e come ogni banca non potrà fare a meno di mettere a disposizione dei propri clienti una piattaforma di robo advisory.

CAPITOLO PRIMO

Consulenza finanziaria: evoluzione storica e normativa

1.1 Legge Sim (Legge n.1/1991)

Nel corso degli anni il servizio di consulenza finanziaria ha subito numerosi interventi e cambiamenti a livello normativo, sia a livello nazionale che europeo.

In Italia, la legge n. 1 del 2 gennaio 1991 denominata *“Disciplina dell’attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull’organizzazione dei mercati mobiliari”* e chiamata anche Legge Sim, per la prima volta disciplinava le attività di intermediazione mobiliare inserendo tra queste, all’art. 1, 1° comma lettera e) la consulenza in materia di valori mobiliari.

Le altre attività rientranti nelle attività di intermediazione mobiliare erano le seguenti¹:

- negoziazione per conto proprio o per conto terzi di valori mobiliari;
- collocamento e distribuzione di valori mobiliari con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo;
- gestione di patrimoni, mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari;
- sollecitazione del pubblico risparmio effettuata mediante attività anche di carattere promozionale svolta in un luogo diverso da quello adibito a sede legale o amministrativa principale dell’emittente, del proponente l’investimento o del soggetto che procede al collocamento.

Le attività sopra riportate potevano essere svolte professionalmente soltanto dalle Società di intermediazione mobiliare (da qui il nome di Legge Sim), autorizzate e inserite nell’apposito albo da parte della CONSOB², e da altri soggetti autorizzati come le società fiduciarie, gli agenti di cambio e soprattutto gli istituti di credito. Questi ultimi erano autorizzati dalla Banca d’Italia e dovevano mantenere separate le attività di investimento dalle altre attività svolte, per evitare il sorgere di eventuali conflitti di interesse³.

La seconda importante novità della presente legge è stata l’introduzione della figura del promotore di servizi finanziari (come veniva chiamato all’epoca).

¹ Art. 1 comma 1 Legge n.1/1991.

² Art. 3 commi 1 e 2 Legge n.1/1991.

³ Art. 16 comma 2 Legge n.1/1991.

Esso veniva definito dall'art. 5 come la persona fisica che effettua professionalmente "in qualità di dipendente, agente o mandatario" l'offerta, "esclusivamente per conto e nell'interesse di una sola società di intermediazione mobiliare" dei servizi della stessa "in un luogo diverso dalla propria sede sociale o dalle proprie sedi secondarie".⁴ Per fare questo il promotore doveva possedere determinati requisiti di onorabilità e professionalità ed essere iscritto all'albo unico dei promotori finanziari che era tenuto dalla CONSOB.

Il comma 3 dell'art. 5 introduceva per i promotori un vero e proprio divieto di legittimo esercizio di consulenza in materia di valori mobiliari: "è inibita ogni forma di attività di consulenza porta a porta".

Abbiamo quindi due categorie di advisor suddivise in base alle esigenze dei risparmiatori. Da un lato le banche e le SIM che si avvalgono di promotori per la vendita di prodotti finanziari, che spesso si trovano in conflitto di interessi; d'altro canto, una categoria di professionisti che consigliano prodotti e servizi nel mercato con il fine di ottenere un risultato positivo per il cliente.

La promozione è la vendita di prodotti finanziari per conto di banche e SIM. La consulenza, invece, consiste nel fornire consigli all'investitore su come può investire il proprio denaro in modo da soddisfare le sue esigenze.

Peraltro, la legge 1/1991 si limitava solamente ad indicare alcune attività alle quali le SIM potevano essere autorizzate permettendo loro di esercitare attività connesse e strumentali. Non dava una definizione delle attività accessorie, cioè quelle attività che gli intermediari autorizzati potevano svolgere pur non essendo di loro esclusiva competenza.

È molto importante citare anche l'art. 6 rubricato "Principi generali e regole di comportamento", dove si introduce, per le SIM, l'obbligo di comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nell'interesse del cliente. L'articolo 6 si ispira ai principi che devono governare la condotta degli intermediari individuati dalla IOSCO⁵ e contenuti all'interno di un documento del 1990 intitolato "*International conduct of business principles*".

⁴ Art.5 cc 1, 3 L.1/1991.

⁵ Organizzazione internazionale delle commissioni dei valori mobiliari.

In aggiunta, nell'articolo viene previsto il rispetto di tutta una serie di obblighi informativi (chiamati anche "*duty of disclosure*"), tra i quali si ricordano: la stipulazione di un contratto scritto con l'indicazione delle modalità di svolgimento delle attività (c.d. "contratto quadro"), la pubblicazione e la trasmissione di un documento informativo che riassume le attività svolte, la preventiva acquisizione di informazioni sulla natura finanziaria del cliente, un'informazione accurata e continua sulla natura e sui rischi delle operazioni e ancora il divieto di effettuare delle operazioni se portatrici di un conflitto di interesse.

1.2 Decreto Eurosim e il declassamento a servizio accessorio

Il recepimento in Italia della direttiva europea del 1993 chiamata ISD (Investments Services Directive) avente ad oggetto i servizi di investimento, ha comportato diversi cambiamenti ed evoluzioni nel settore dell'intermediazione mobiliare nazionale.

L'obiettivo di tale direttiva era duplice:

- la protezione degli investitori;
- la promozione di un efficiente mercato interno europeo, equo e trasparente, tramite l'armonizzazione dei requisiti autorizzativi, delle norme di comportamento e di gestione dei mercati regolamentati, in modo da poter utilizzare un'unica autorizzazione.

Le norme di comportamento a cui le imprese di investimento dovevano sottostare erano le seguenti:

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

- sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, a provvedere a che i clienti siano trattati in modo equo;
- conformarsi a tutte le normative applicabili all'esercizio delle proprie attività in modo da promuovere per quanto possibile gli interessi dei clienti e l'integrità del mercato⁶.

La direttiva ISD viene recepita nel nostro paese con il D.lgs. 415/1996 noto come "Decreto Eurosim" il cui contenuto venne poi a sua volta incorporato nel TUF (Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria, D.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998).

In particolare, le prime novità introdotte dal D.lgs. 415/1996 riguardano il punto di vista terminologico: "le attività di intermediazione mobiliare" vengono sostituite dalla nozione di "servizi di investimento" (art. 1, comma 3) e la consulenza in materia di valori mobiliari viene ridenominata "consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari" (art. 1, comma 4, lettera f).

Sempre nell'art. 1 al comma 4 troviamo la novità più importante di questo decreto. Si fa rientrare tra i servizi accessori, alla lettera f) la consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari.

In pratica con il decreto Eurosim l'attività di consulenza finanziaria non era più un'attività "riservata", esercitabile soltanto da parte dei soggetti autorizzati di cui parlava la legge 1/91, ma da quel momento diventa un'attività *libera*, esercitabile da chiunque, persona fisica o giuridica, senza autorizzazioni o restrizioni in quanto non riconosciuta all'interno dei "servizi di investimento" ma declassata a *servizio accessorio*.

Questo comportava una serie di risvolti importanti. Il più significativo è la sostanziale disparità di trattamento tra gli intermediari e i soggetti diversi da quelli abilitati all'esercizio della consulenza finanziaria.

Il legislatore aveva deciso che i primi, anche nello svolgimento dei servizi accessori, dovevano continuare a rispettare norme di comportamento (obblighi informativi, di trasparenza, correttezza, ecc.) e restavano i soli ad essere sottoposti alla vigilanza della CONSOB e di Banca d'Italia; gli altri dovevano semplicemente rispettare le norme di

⁶ Ai sensi dell'art. 11 della direttiva 93/22/CEE.

diritto comune (in modo particolare la diligenza, di cui parla l'art. 1176 del Codice civile) e potevano quindi svolgere la stessa attività in modo non vincolato.

Tra l'altro, in quel periodo cominciavano ad affacciarsi sul mercato i primi consulenti finanziari indipendenti, intendendo con tale espressione dei professionisti slegati da contratti di mandato con gli intermediari e retribuiti direttamente dal cliente con parcella.

Siccome né il decreto Eurosim né il TUF hanno regolato l'attività dei consulenti finanziari indipendenti, questi hanno potuto svolgere l'attività senza alcun vincolo normativo e scevri da qualsiasi forma di controllo da parte delle autorità di settore.

La Consob, in seguito, giustificherà tale disparità di trattamento affermando che "l'applicazione delle regole di condotta alla prestazione dei servizi accessori da parte dei soggetti abilitati/intermediari autorizzati è giustificata dalla considerazione della superiore capacità di attrazione del pubblico di cui questi godono in ragione del proprio status di operatori vigilati in regime di riserva di attività. La tutela che gli investitori ricevono nella fruizione dei servizi di investimento si estende per tale ragione anche ai servizi accessori" (Comunicazione Consob n. DI/99038880 del 14/05/1999).

Sempre con riferimento agli intermediari abilitati, questi dovevano avvalersi, per i principali servizi di investimento, di promotori finanziari. Questi, se da un lato erano più liberi di svolgere l'attività di consulenza, dall'altro lato erano ancora vincolati dal mono mandato e dalla responsabilità solidale previsti dall'art. 23 del decreto Eurosim.

Tuttavia, per loro cessava di esistere la precedente inibizione di svolgere ogni forma di attività di consulenza con la modalità del "porta a porta" e a tal proposito era stata introdotta, nell'art. 22 del D.lgs. 415/1996, la definizione specifica di "offerta fuori sede". "Per offerta fuori sede si intendono la promozione e il collocamento presso il pubblico:

a) di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento;

b) di servizi di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio”.⁷

È fondamentale citare anche il secondo comma dello stesso articolo, il quale prevede che non costituisce offerta fuori sede quella effettuata nei confronti degli investitori istituzionali. Questo mette in evidenza che, di fatto, il soggetto oggetto di tutela del decreto Eurosim è l’investitore comune.

L’esercizio abusivo, nei confronti del pubblico, di uno o più servizi d’investimento veniva “punito con la reclusione da sei mesi a quattro anni e con la multa da lire quattro milioni a lire venti milioni”⁸. L’esercizio della sola consulenza finanziaria, non essendo più sottoposto a riserva, non poteva più essere abusivo.

Il decreto legislativo n. 415 del 23 luglio 1996 (che troverà nel TUF la propria organica sistemazione) era stato preceduto dalla legge delega al Governo (legge comunitaria del 1994, 6 febbraio 1996, n. 52), da esercitare entro il febbraio 1998, che prevedeva l’emanazione di un Testo unico per il “riordinamento normativo delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari”. Tale opera di riforma fu elaborata da una commissione tecnica presieduta da Mario Draghi, allora Direttore generale del Ministero del Tesoro, e ha dato vita al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, emanato nel febbraio 1998 (d.lgs. 58/1998, noto anche come TUF o informalmente come Decreto Draghi). Esso costituisce la principale fonte normativa in materia di finanza e di intermediazione finanziaria. Oltre alle norme contenute nel d.lgs. 415 del 1996, ha raggruppato in sé in modo organico tutte le norme in vigore sulla materia dell’intermediazione finanziaria: ad esempio, la legge istitutiva della CONSOB (l. 216/74), la legge istitutiva dei fondi comuni di investimento (l. 77/83), la legge SIM (l. 1/91), la legge sull’insider trading (l. 157/91) ecc. Il TUF assume la forma di “legge quadro”, contenente i principi dell’ordinamento in materia finanziaria. L’obiettivo del Tesoro era infatti quello di mettere ordine in un *mare magnum* di regolamenti e leggi spesso confusionari.

⁷ Art. 22 comma 1 D.lgs. 415/1996.

⁸ Art. 132 del TUB (*Abusiva attività finanziaria*) così sostituito dall’art. 64 D.lgs. 415/1996.

Il TUF ha abrogato formalmente il decreto Eurosim, anche se alcune delle norme in esso contenute continuavano ad essere in vigore perché riprodotte fedelmente o sostituite da norme con uguale contenuto informativo.

A riprova di ciò, i primi due commi dell'art. 22 e 23 del d.lgs. 415 del 1996 furono fedelmente riportati nell'allora testo dell'art. 30 e 31 del TUF. Il risultato: l'attività di consulenza rimane tra i servizi accessori.

Non essendoci disposizioni normative o regolamentari che precisassero i contenuti, la Consob aveva chiarito, tramite una comunicazione, che la consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari consisteva, in linea generale, nel fornire informazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica ed agli obiettivi del cliente.⁹

Inoltre, il regolamento Consob sugli Intermediari¹⁰, in attuazione del TUF distingueva due categorie di clienti, ognuna con un diverso grado di tutela:

- i clienti al dettaglio, che erano maggiormente tutelati soprattutto relativamente agli obblighi informativi e ai conflitti di interesse;
- gli operatori qualificati, ai quali erano garantite le sole regole di trasparenza, correttezza e diligenza e non tutti i vincoli riguardanti l'adeguatezza in base alla situazione finanziaria e le conoscenze finanziarie. La Consob considerava operatori qualificati non solo gli intermediari autorizzati, le imprese di investimento e le società di gestione del risparmio, ma anche "ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante"¹¹.

1.3 La Direttiva MiFID 1

La Commissione Europea nel maggio del 1999, per rispondere alla rapida crescita dei mercati finanziari (più o meno organizzati e regolamentati) e per ridurre al minimo il rischio di arbitraggi tra paesi diversi, rivede nuovamente quella che è la disciplina in

⁹ Comunicazione Consob DIN n. 1071590 del 21 settembre 2001.

¹⁰ Regolamento Consob n. 11522, 1 luglio 1998.

¹¹ Cfr. art 31 Regolamento Consob n. 11522.

materia di investimenti. Lo fa con la creazione del Piano d'azione degli strumenti finanziari (FSAP – Financial Services Action Plan).

Il FSAP è un insieme di 42 provvedimenti tra direttive e regolamenti, che andavano ad incidere sui diversi settori dell'intermediazione mobiliare.

L'obiettivo era il raggiungimento di una serie di obiettivi strategici come:

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

Tra le direttive del FSAP, approvate in base alla procedura Lamfalussy¹², la più importante è la direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, la c.d. MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), la quale andava a sostituire la già citata ISD.

Negli anni che intercorsero tra il FSAP e la MiFID 1 ci furono una serie di eventi e fattori che fecero capire l'importanza di un cambiamento dal punto di vista normativo. Tra questi, nel 2001 la bolla delle c.d. Dot-com, cioè la bolla speculativa legata alla scoperta delle nuove tecnologie informatiche, crack finanziari nazionali come quelli di Parmalat e Cirio e internazionali come quello di Enron (colosso dell'energia) in America.

Nonostante la complessità e la varietà degli argomenti affrontati, emergono dalla MiFID e dai relativi provvedimenti attuativi una serie di obiettivi di fondo:

- garantire la maggior tutela degli investitori e salvaguardare l'integrità del mercato, il tutto tramite dei criteri oggettivi previsti dalla normativa, con un livello di protezione crescente;
- aumentare la trasparenza, sia sugli strumenti finanziari che sui relativi costi, rischi, modalità di esecuzione e conflitti di interesse;
- stimolare la concorrenza, introducendo la possibilità di svolgere, per gli intermediari, l'attività di negoziazione in diverse *trading venues* ed *execution venues*.

¹² Si tratta di un approccio innovativo di regolamentazione finanziaria articolato su 4 livelli, dove ognuno riguardava uno step dell'iter legislativo. Prende il nome da Alexandre Lamfalussy, Presidente del Comitato Europeo.

Le principali novità introdotte dalla direttiva possono essere raggruppate in 3 punti:

- organizzazione dei mercati;
- relazioni con la clientela (adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione degli ordini, distinzione delle categorie di clientela);
- novità relative alla consulenza in materia di investimenti.

1.3.1 Organizzazione dei mercati

MiFID 1 interviene con decisioni ambiziose e innovative anche sulla linea di confine esistente tra gli intermediari e i mercati.

Nel quinto considerando della Direttiva 2004/39/CE si è infatti riconosciuta la necessità di “stabilire un regime organico che disciplini l’esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari, indipendentemente dai metodi di negoziazione utilizzati, in modo da garantire un’elevata qualità nell’esecuzione delle operazioni degli investitori nonché l’integrità e l’efficienza globale del sistema finanziario.... È necessario prendere atto dell’emergere, a fianco dei mercati regolamentati, di una nuova generazione di sistemi di negoziazione organizzati, che dovrebbero essere sottoposti ad obblighi per preservare il funzionamento efficiente ed ordinato dei mercati finanziari”.

Di conseguenza, il legislatore europeo mosso anche dall’obiettivo di aumentare la competitività, l’efficienza e la liquidità dei mercati, agisce prima di tutto eliminando la c.d. “concentrazione degli scambi”, ovvero la facoltà per gli Stati membri di imporre agli intermediari l’obbligo di eseguire gli scambi di titoli quotati esclusivamente sui mercati regolamentati sui quali erano quotati e con le modalità in essi previste. Il fatto che venga meno quest’obbligo apre la possibilità di eseguire gli ordini di acquisto e vendita di strumenti finanziari su tre diverse sedi di negoziazioni (c.d. *trading venues*) e in concorrenza tra loro:

- mercati regolamentati, ovvero sia quelli tradizionali.....;
- sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities o MTF*)¹³;

¹³ Art. 4 comma 1 n.15 MiFID 1 definisce il sistema multilaterale di negoziazione come: “sistema multilaterale gestito da un’impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l’incontro - al suo interno ed in base a regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti ai sensi delle disposizioni del titolo II”.

- internalizzatori sistematici (IS)¹⁴, ovvero sia dei mercati gestiti in contropartita diretta con il cliente (sistema bilaterale) da parte degli intermediari, in alternativa ai primi due. La qualifica di IS veniva rilasciata soltanto a intermediari che svolgevano questa attività in modo continuo e con determinati sistemi tecnici automatizzati. Queste e altre disposizioni particolarmente stringenti, da parte del legislatore, sottolineano per l'ennesima volta la volontà di proteggere i clienti risparmiatori da eventuali abusi da parte degli intermediari.

Contemporaneamente a questo, il considerando n. 44 affermava che “occorre stabilire regole comuni per la pubblicazione di informazioni dettagliate sulle operazioni su azioni concluse e sulle possibilità di negoziazione esistenti” e che “è indispensabile porre in atto un regime globale di trasparenza per tutte le operazioni su azioni, indipendentemente dal fatto che siano eseguite da un'impresa di investimento su base bilaterale o tramite mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione”.

In pratica, per evitare degli effetti negativi legati alla frammentazione delle sedi di esecuzione venivano previste delle regole comuni di trasparenza pre e post-trade.

1.3.2 Le novità nel rapporto con la clientela

Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione degli ordini

La MiFID si propone di garantire adeguati ed uniformi livelli di protezione ai risparmiatori dei diversi Stati membri anche in relazione alla natura del servizio d'investimento offerto o richiesto dal cliente. L'obbligo di agire nel migliore interesse per i clienti ha implicato per le imprese di investimento uno sforzo in più. In particolare, per quanto riguarda i servizi più complessi come la consulenza in materia di investimenti e la gestione di portafoglio dev'essere fatta una valutazione di adeguatezza (*suitability*). Gli intermediari devono quindi ottenere “le informazioni necessarie in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente o potenziale cliente, in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento

¹⁴ Art. 4 comma 1 n.7 MiFID 1 definisce l'internalizzatore sistematico come: “un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione”.

per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o al potenziale cliente”¹⁵.

Ai sensi dell’art. 19 par. 5, per i servizi finanziari diversi da quelli appena richiamati (ad esempio il servizio di ricezione e trasmissione di ordini o la negoziazione per conto proprio) l’intermediario deve svolgere un test di *appropriatezza (appropriateness)*. Gli intermediari hanno quindi l’obbligo di richiedere al cliente informazioni in merito alla conoscenza ed esperienza riguardo al tipo specifico di strumento o di servizio proposto o chiesto, al fine di poter stabilire se il servizio o strumento in questione è appropriato per il cliente o potenziale cliente. Qualora il servizio non sia appropriato o qualora il cliente si rifiuti di fornire tali informazioni o dia delle informazioni insufficienti, l’intermediario dovrà avvertire il cliente tramite un formato standardizzato. In questi due casi, a differenza del principio di adeguatezza, l’intermediario può, previa comunicazione, procedere lo stesso.

Infine, se il servizio prestato ha ad oggetto degli strumenti finanziari non complessi, l’intervento dell’intermediario si riduce alla semplice attuazione di quanto richiesto dal cliente. Questa situazione si qualifica come *mera esecuzione di ordini (execution only)*. Sono considerati strumenti finanziari non complessi: azioni ammesse alle negoziazioni in mercati regolamentati, azioni o quote di OICVM, strumenti del mercato monetario, obbligazioni e altri strumenti “non complessi”.

A completamento di quanto finora detto, va sottolineata la costante attenzione alla tutela del cliente per cercare di ridurre al minimo situazioni di opacità nel rapporto tra cliente-impresa di investimento, create dalle asimmetrie informative, che si possono verificare anche solo con la semplicissima richiesta di esecuzione di un ordine. A tal proposito l’intermediario non deve soltanto comportarsi in modo onesto, equo e professionale, ma ha l’obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente, la c.d. *best execution*¹⁶.

¹⁵ Art. 19 par. 4 Direttiva 2004/39/CE.

¹⁶ Cfr. Art. 21 comma 1 direttiva 2004/39/CE.

L'intermediario deve quindi mettere in atto meccanismi e misure efficienti per ottenere il miglior risultato possibile per il cliente circa il prezzo, i costi, la rapidità e probabilità di esecuzione e regolamento, ecc.

Oltre a ciò, tra le novità "ad alto impatto" della direttiva c'è sicuramente il tema degli incentivi (*inducements*) trattati all'art. 19 della direttiva di primo livello e poi approfonditi dall'art. 26 della direttiva di secondo livello¹⁷. Riassumendo il tutto, viene imposto alle banche e alle imprese di investimento il divieto di ricevere commissioni, compensi o prestazioni non monetarie a fronte di un servizio di investimento o servizio accessorio, salvo il caso in cui essi siano volti "ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente" e non devono "ostacolare l'adempimento da parte dell'impresa dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente"¹⁸.

Classificazione della clientela

Una delle novità più importanti introdotte dalla MiFID è stata una nuova classificazione della clientela. Il cliente è la persona fisica o giuridica alla quale vengono prestati i servizi di investimento o accessori o di gestione collettiva. Con la nuova classificazione si distinguevano tre diverse categorie di clienti, ognuna con un *diverso grado di tutela*:

- cliente al dettaglio, definito in maniera residuale come il cliente che non sia professionale o controparte qualificata, il quale gode della maggiore protezione;
- cliente professionale, meno tutelato rispetto al primo in quanto "possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume" (Allegato II MiFID 1). Il cliente professionale può essere inserito nella categoria di diritto o su richiesta¹⁹ e viene distinto a sua volta tra privato e pubblico. A titolo esemplificativo se ne citano alcuni: gli enti creditizi, le imprese di investimento e di assicurazione, i fondi pensione, gli OICVM e altri istituti finanziari autorizzati (tra i privati); i governi nazionali, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sovranazionali (tra i pubblici)²⁰;

¹⁷ Direttiva 2006/73/CE.

¹⁸ Cfr. art. 26 lett. b) Direttiva 2006/73/CE.

¹⁹ A condizione che ricorrano i casi, le procedure e le condizioni iscritte nell'Allegato II della Direttiva 2004/39/CE.

²⁰ Elenco completo consultabile nell'Allegato II *ibidem*.

- controparte qualificata²¹ ovvero un sottoinsieme della categoria dei clienti professionali e per i quali si presume il più alto grado di conoscenza e quindi sottoposti a minor tutela. L'attribuzione dello status di controparte qualificata assume rilievo limitatamente alla prestazione di servizi di investimento specifici e dei relativi servizi accessori.

1.3.3 La consulenza finanziaria secondo la direttiva MiFID

Il recepimento della direttiva MiFID nel nostro Paese viene attuato con il D.lgs 17 settembre 2007 n. 164, che ha portato delle novità significative alle norme del TUF previgente.

Con la direttiva MiFID l'attività di consulenza in materia di investimenti viene definita come *“prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari”*²². In base a quell'art. 4, la consulenza rientra nuovamente nelle attività di investimento venendo chiaramente distinta dai servizi accessori insiti nella sezione B dell'allegato 1 come, per esempio, al punto (5) *“la ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti le operazioni relative a strumenti finanziari”*.

La ratio sottostante è da ricercare nella complessità sempre più elevata degli strumenti che viene offerta a un numero sempre più elevato di investitori che operano nei mercati finanziari e che necessitano di una guida *“esperta”*, soprattutto per quando riguarda il segmento retail.

La normativa pre-MiFID 1, al contrario, esponeva gli investitori al rischio di operare con consulenti non adeguatamente preparati o addirittura fraudolenti con delle conseguenze dannose importanti dal punto di vista della tutela del risparmio.

Nella nuova impostazione viene introdotta anche la distinzione tra consulenza generale e consulenza specifica. La prima resta di fatto un servizio accessorio esercitabile da chiunque, mentre la c.d. consulenza specifica invece è quella annoverata tra i servizi principali.

²¹ Art. 24 Direttiva 2004/39/CE.

²² Art. 4 Direttiva 2004/39/CE: *“Definizioni”*.

Nonostante a primo impatto la linea di demarcazione tra i due tipi di consulenza sembri molto labile, viene delineata nelle definizioni all'art. 4 e verrà poi ripresa dalla direttiva di secondo livello²³.

La consulenza specifica viene definita come “prestazione di raccomandazioni *personalizzate* ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo a *una o più operazioni relative a strumenti finanziari*”²⁴.

La presente definizione di consulenza in materia di investimenti si caratterizza per due elementi: la personalizzazione e l'oggetto. Le raccomandazioni devono essere personalizzate e non generali e devono riguardare gli strumenti finanziari oggetto della consulenza. Inoltre, la direttiva di secondo livello specifica che, affinché si tratti di raccomandazione, questa deve essere “*fatta ad una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore*” e che deve riguardare almeno un'operazione che rientra in una delle due categorie di seguito elencate²⁵:

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

La definizione di consulenza generale la otteniamo “in modo negativo” nella direttiva di secondo livello leggendo in maniera combinata il considerando n. 79 e il comma 3 dell'art. 52 i quali ci dicono rispettivamente che “la consulenza in merito a strumenti finanziari fornita in un quotidiano, giornale, rivista o in qualsiasi altra pubblicazione destinata al pubblico in generale (incluso tramite Internet) o trasmissione televisiva o radiofonica non deve essere considerata come una raccomandazione personalizzata ai fini della definizione di «consulenza in materia di investimenti» di cui alla direttiva

²³ Direttiva 2006/73/CE.

²⁴ Art. 4, comma 1, punto 4, Direttiva 2004/39/CE.

²⁵ Art. 52, Direttiva 2006/73/CE.

2004/39/CE” e “una raccomandazione non è una raccomandazione personalizzata, se viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico”. Ecco, quindi, che viene delineata la differenza tra i due tipi di consulenza. La prima fortemente personalizzata e di conseguenza quasi sempre adeguata per il cliente, la seconda che si sostanzia in raccomandazioni “generali” rivolte se vogliamo a tutti e a nessuno e non, come nel primo caso, rivolte alla singola persona. La consulenza generica può essere considerata quasi come un’attività di promozione e di preparazione all’acquisizione del cliente. Nel recepimento della direttiva 2004/39/CE, nella normativa italiana non c’è il riferimento alla consulenza generica.

1.4 La Direttiva MiFID 2

Nonostante la forza dirompente della direttiva MiFID 1, la crisi finanziaria del 2008 scoppiata negli Stati Uniti a causa dei mutui subprime e poi propagatasi in tutta Europa, ha messo in luce una serie di debolezze. Ha evidenziato come le Autorità di Vigilanza non siano state in grado prima di prevenire e poi di intervenire sull’utilizzo di alcune pratiche scorrette da parte delle banche e degli intermediari finanziari e che tutti gli obblighi informativi e comunicativi non fossero sufficienti per garantire quella tutela dell’investitore tanto cercata e voluta dal legislatore e dalle Autorità. I numerosi episodi di “risparmio tradito” hanno messo in risalto che nei contratti stipulati in ambito finanziario è sempre il cliente a essere la parte debole e che la trasparenza è facilmente aggirabile. Sommergere il cliente di fogli pieni di informazioni indecifrabili, nella maggior parte dei casi non ha rappresentato un’opportuna forma di tutela, anzi.

In aggiunta a tutto ciò, lo sviluppo della tecnologia, la nascita delle negoziazioni algoritmiche e gli strumenti oggetto delle negoziazioni che diventavano via via più complessi hanno comprovato la necessità di intervenire con una riforma. L’impianto regolamentare europeo noto come MiFID II (acronimo di Market in Financial Instruments Directive) composto dalla Direttiva 65/2014/UE (c.d. MiFID 2), dal regolamento 600/2014/UE (c.d. MiFIR) e dai numerosi conseguenti atti delegati nonché dai contributi dell’ESMA, si inserisce nel più ampio piano europeo di regolamentazione in materia di servizi di investimento, mercati e intermediari finanziari.

Il considerando n.3 della Direttiva 65/2014/UE affermava che “negli ultimi anni è aumentato il numero degli investitori che operano nei mercati finanziari e l’ampia

gamma di servizi e strumenti che è loro offerta è diventata ancora più complessa. Alla luce di tali sviluppi è opportuno che il quadro giuridico dell'Unione disciplini tutte le attività destinate agli investitori. A tal fine è necessario assicurare il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un elevato livello di protezione (...).”

La Direttiva MiFID 2, recepita nell'ordinamento nazionale²⁶ mediante significativi aggiornamenti del TUF e dei regolamenti attuativi (in primis del Regolamento Intermediari e del Regolamento Mercati di Consob) rivede e amplia la previgente normativa in materia di prestazione dei servizi di investimento, con l'obiettivo di tutelare maggiormente gli investitori, creare un mercato più integrato, efficace e competitivo, rinforzare la fiducia nei mercati finanziari, nonché consentire l'accesso alla professione e l'esercizio della stessa a personale qualificato.

La classificazione della clientela e i regimi di adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione riguardo ai servizi prestati non sono stati oggetto di modifiche ma ci sono state diverse novità sia dal lato dei mercati, sia dal lato degli intermediari.

Per quanto riguarda i mercati, c'è stata una new entry tra le trading venues: gli OTF (*Organized Trading Facilities* - in italiano Sistema Organizzato di Negoziazione). È un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o da un sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati in modo da dare luogo a contratti²⁷ (nel caso dei sistemi multilaterali di negoziazione le tipologie di strumenti finanziari negoziati sono gli strumenti finanziari come definiti dal TUF). L'OTF è stato definito in via residuale, quindi a tale tipologia di mercato vengono ricondotte tutte quelle negoziazioni che non rientrano nelle altre tre tipologie previste dalla MiFID 1. L'introduzione degli OTF è giustificata dalla volontà del legislatore di fare in modo che gli scambi avvenissero in mercati regolamentati in modo da evitare (o limitare) la nascita di mercati paralleli non regolamentati (OTC - *over the counter*).

Nei sistemi organizzati di negoziazione, l'incrocio degli ordini viene effettuato grazie all'intervento del gestore che decide, di volta in volta, come abbinare le proposte, quindi

²⁶ Entrerà in vigore soltanto il 3 gennaio 2018.

²⁷ Art. 4, punto 23), direttiva MiFID 2.

anche in modo discrezionale, mentre nei sistemi multilaterali di negoziazione l'incontro avviene esclusivamente in base a regole non discrezionali. Diversi aspetti dei due sistemi sono stati sottoposti a un'unica disciplina mentre altri, in virtù delle differenze appena ricordate, sono sottoposti a disposizioni specifiche.

Il fatto che l'esecuzione degli ordini è svolta su base discrezionale fa sì che i requisiti specifici assumono maggior peso per i sistemi organizzati di negoziazione. Il gestore esercita infatti la propria discrezionalità quando decide di:

- collocare o ritirare un ordine sul proprio sistema;
- non abbinare lo specifico ordine di un cliente con gli altri ordini disponibili nel sistema al momento, purché ciò venga nel rispetto delle specifiche istruzioni ricevute dal cliente, nonché degli obblighi di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per i clienti.

In tale ambito, il gestore di sistemi organizzati di negoziazione, se abbinare gli ordini dei clienti può decidere se, quando e in che misura abbinare due o più ordini all'interno del sistema e può facilitare la negoziazione tra clienti in modo da fare incrociare due o più interessi di negoziazione potenzialmente compatibili in un'operazione. Nei sistemi organizzati di negoziazione è stata inoltre ammessa la possibilità di negoziazione *matched principal*, espressione con cui si intende una negoziazione in cui il soggetto che si interpone tra l'acquirente e il venditore non è mai esposto al rischio di mercato durante l'intera esecuzione dell'operazione, con l'acquisto e la vendita eseguiti simultaneamente ad un prezzo che non permette a tale soggetto di realizzare utili o perdite, fatta eccezione per le commissioni, gli onorari o le spese dell'operazione previamente comunicati. Il gestore può svolgere tale negoziazione esclusivamente nel caso in cui il cliente vi abbia consentito e che lo svolgimento non generi conflitti di interesse tra il gestore e la sua clientela.

Per quanto concerne gli intermediari finanziari e i loro rapporti con la clientela tra le principali novità occorre segnalare:

- la consulenza finanziaria su base indipendente;
- la *product governance*, volta a regolamentare i flussi informativi tra produttori, i c.d. *manufacturer* di strumenti finanziari, e distributori, nell'ottica di mettere al

centro del processo di creazione e distribuzione dei prodotti finanziari le esigenze di specifici target di clientela. In pratica, quando si realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela, già in fase di creazione dei prodotti si stabilisce che essi siano concepiti per soddisfare le esigenze di una determinata categoria di clienti finali (target maker positivo) e le categorie a cui non devono essere venduti (target maker negativo). Quindi non c'è solamente un controllo a valle da parte dei distributori, ma ne viene aggiunto uno a monte da parte dei manufacturer.

- la *product intervention*, ovvero un potere attribuito a ESMA, EBA e autorità di vigilanza nazionali che possono intervenire direttamente sul prodotto (e non soltanto sul comportamento degli intermediari come avveniva precedentemente) limitandone o vietandone la commercializzazione nel caso siano considerati pericolosi per l'investitore e dannosi per la stabilità dei mercati²⁸.
- la totale trasparenza dei costi diretti e indiretti che sosterrà (ex ante) o che sono stati sostenuti (ex post) dal cliente;
- la tracciatura della consulenza prestata dalla banca, anche per il tramite dei propri consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede.

1.4.1 Consulenza su base indipendente, obblighi informativi e trasparenza sui costi

Con l'entrata in vigore della direttiva MiFID 2, una delle maggiori innovazioni è la netta differenziazione tra consulenza su base indipendente e non indipendente.

Gli intermediari hanno l'obbligo di informare in tempo utile il cliente se la consulenza in materia di investimenti sia prestata su base indipendente o meno, se è basata su un'analisi di mercato ampia o più ristretta (in particolare, se limitata a strumenti finanziari emessi da entità che hanno uno stretto rapporto con il prestatore del servizio) e se ci sarà una periodica valutazione dell'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati²⁹.

²⁸ Nell'art. 40, comma 2, regolamento MiFIR, si dettano le condizioni che devono sussistere per arrivare all'intervento dell'autorità.

²⁹ Cfr. art. 24, comma 4, Direttiva MiFID 2.

Nella prestazione del servizio di consulenza su base indipendente, si applicano le seguenti regole³⁰:

- è valutata una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato che siano sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti in modo da garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente soddisfatti e non siano limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti:
 - dal prestatore del servizio o da entità che hanno con esso stretti legami;
 - da altre entità che hanno con il prestatore del servizio stretti legami o rapporti legali o economici;
- non sono accettati e trattenuti onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da persona che agisce per conto di terzi a eccezione dei benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per loro natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti. Tali benefici non monetari di entità minima sono chiaramente comunicati ai clienti³¹.

Altro punto fondamentale della direttiva è appunto l'aumento della trasparenza dei costi diretti e indiretti che sostiene o che sosterrà il cliente per la prestazione del servizio di consulenza.

In un report della Consob del 2018 (report sugli investimenti finanziari delle famiglie italiane) risulta che quasi l'80% degli investitori ritiene che la consulenza sugli investimenti sia gratuita o non sa in che maniera essa sia compensata. Mentre circa il 50% non è disposto a pagare, tra coloro che sono disposti a farlo per il servizio, la maggior parte preferirebbe una commissione basata sulle prestazioni.

³⁰ Cfr. art. 24, comma 7, Direttiva MiFID 2.

³¹ Nel considerando n. 74 della MiFID 2 c'è il divieto assoluto di inducements (commissioni di retrocessione).

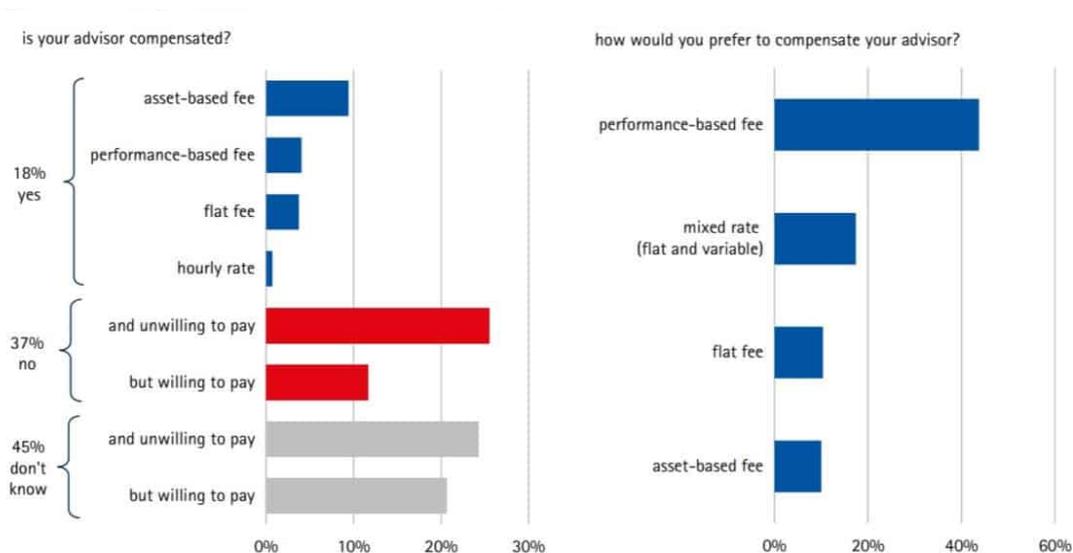


Figura 1.1: Compensation of investment advice. Fonte: report sugli investimenti finanziari delle famiglie italiane, CONSOB 2018.

Con MiFID 2, molti investitori avranno finalmente la piena consapevolezza di quanto costi investire. La direttiva è intervenuta anche nello spinoso tema dei costi, che ha portato a più di qualche dibattito con gli operatori, preoccupati che la disclosure sui costi riducesse i loro margini. L'art. 24 comma 4, lett. c) interviene alzando nuovamente "l'asticella della trasparenza": "le informazioni su tutti i costi e gli oneri connessi, devono comprendere informazioni relative sia ai servizi d'investimento che ai servizi accessori, anche sul costo eventuale della consulenza, ove rilevante, sul costo dello strumento finanziario raccomandato o offerto in vendita al cliente e sulle modalità di pagamento da parte di quest'ultimo, includendo anche eventuali pagamenti a terzi". E ancora "le informazioni sui costi e oneri (...) devono essere presentate in forma aggregata per permettere al cliente di conoscere il costo totale e il suo effetto complessivo sul rendimento e, se il cliente lo richiede, in forma analitica".

All'atto pratico ci saranno quindi due comunicazioni, una ex ante con la previsione dei costi, ed una ex post con il consuntivo. I costi saranno espressi dettagliatamente e distinti nelle varie voci (comprese le commissioni di retrocessione) e non più furbescamente inseriti nella solita e generale voce "costi di gestione".

Oltre a ciò, i costi complessivi espressi ai clienti devono essere comunicati sia come importo monetario sia come percentuale³². La motivazione è che spesso una piccola variazione percentuale sfugge all'occhio del cliente, quando invece, praticamente, si traduce in un grande aumento del costo in termini di valore assoluto.

1.5 La consulenza finanziaria secondo la direttiva MiFID II

La definizione di consulenza in materia di investimenti rimane quella già presente nella direttiva MiFID 1. Questo servizio ha subito modifiche più profonde con l'avvento di MiFID 2, con l'obiettivo di ridurre il più possibile l'asimmetria informativa in un mercato altamente strategico e complesso come quello finanziario. Per fare questo il legislatore passa per un rafforzamento della figura del consulente finanziario per cercare di recuperare la fiducia nei mercati da parte degli investitori.

1.5.1 Soggetti abilitati a svolgere il servizio di consulenza

Il servizio di consulenza finanziaria, rimanendo tra le attività riservate può essere svolto solamente da banche e imprese di investimento, le quali possono avvalersi per l'esercizio al di fuori della propria sede legale o delle proprie succursali di dipendenti, agenti o mandatari, indicati da questo momento con il nome di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede.

Inoltre, il nostro legislatore si è avvalso della possibilità, consentita agli Stati membri dalla direttiva MiFID II, di estendere la possibilità di prestare il servizio di consulenza anche ai consulenti finanziari autonomi e alle società di consulenza finanziaria (rispettivamente art. 18-bis e 18-ter del TUF).

In pratica, i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (art. 31 del TUF) sostituiscono i promotori finanziari della normativa previgente e i consulenti finanziari assumono la denominazione di consulenti finanziari autonomi³³.

I consulenti finanziari autonomi sono coloro che in qualità di persona fisica, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali sono abilitati all'esercizio del servizio di consulenza in materia di investimenti.

³² Considerando n. 80 Regolamento Delegato (UE) 2017/565.

³³ Art. 1 comma 39, Legge n. 208/2015.

Le società di consulenza finanziaria sono società (sempre abilitate al servizio di cui sopra) costituite in forma di S.p.A. o di S.r.l., che detengono determinati requisiti patrimoniali e di indipendenza e i cui esponenti sono in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza.

Questi due soggetti si differenziano per il possesso di requisiti di indipendenza e per il fatto di essere svincolati da qualsiasi legame con emittenti e intermediari-distributori. Oltre a ciò, possono essere remunerati solo tramite parcella (fee) che il cliente riconosce ad essi per il servizio prestato.

I consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede sono coloro che nell'interesse di un solo soggetto abilitato (in genere una banca, una SIM o una SGR con obbligo di mono mandato) promuovono e/o collocano fuori sede per suo conto i servizi di investimento e/o servizi accessori presso i clienti o potenziali clienti.

Oltre all'obbligo di operare esclusivamente per un solo soggetto abilitato, essi non possono detenere somme di denaro e/o strumenti finanziari del cliente³⁴.

I tre soggetti sono iscritti nell'Albo unico dei consulenti finanziari, ciascuno in un'apposita sezione³⁵. Alla tenuta dell'albo unico provvede l'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo unico dei Consulenti Finanziari (OCF). L'organismo opera nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti con regolamento della Consob e sotto la vigilanza della medesima.

1.5.2 Profilatura del cliente: il questionario MiFID II

La valutazione di adeguatezza rappresenta una delle principali novità introdotte da MiFID 1 e prevedeva delle norme particolarmente stringenti. La normativa era ben fatta ma non è bastata per assicurare la massima tutela al cliente-investitore. Un motivo è sicuramente da ricercare nel fatto che non essendoci uniformità nella redazione dei questionari, lo stesso cliente, a seconda delle domande che gli venivano poste, poteva

³⁴ Cfr. Art. 31 comma 2 e 2-bis del TUF.

³⁵ L'art. 1 comma 37, Legge n. 208/2015 recita testualmente "L'albo unico dei promotori finanziari di cui all'articolo 31, comma 4, del decreto legislativo n. 58 del 1998 assume la denominazione di «albo unico dei consulenti finanziari». Nell'albo sono iscritti, in tre distinte sezioni, i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria."

essere profilato in maniera completamente diversa. Le linee guida ESMA sull'adeguatezza del 2012 che hanno cercato di intervenire su questo, non essendo vincolanti, non sono state integrate dagli operatori.

MiFID II rafforza quindi la disciplina riguardante l'adeguatezza aumentando il numero di informazioni da richiedere al cliente e indicando le modalità di raccolta delle informazioni nella cosiddetta "profilatura".

Nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli, gli intermediari oltre all'obbligo di ottenere dal cliente le informazioni necessarie in merito alla sua conoscenza ed esperienza nel settore di investimento, i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha domestichezza, si aggiungono (all'art. 25 MiFID 2) le informazioni circa la capacità di sostenere perdite con riferimento alla sua situazione finanziaria e la tolleranza al rischio in relazione agli obiettivi di investimento.

La capacità di sostenere perdite si riferisce alla capacità del cliente di resistere a diminuzioni di valore dei propri investimenti, senza che ciò comporti un concreto effetto negativo sul suo standard di vita. Questa *risk capacity*, non è sempre facile da individuare attraverso il questionario che viene sottoposto al cliente, oltre al fatto che, essendo legata alla situazione economica e patrimoniale del cliente, può cambiare nel tempo. Da qui, la necessità di essere costantemente monitorata e aggiornata.

L'atteggiamento del cliente nei confronti del rischio viene di solito inquadrato in 3 situazioni: avversione (*risk aversion*), neutralità (*risk neutrality*) o gradimento (*risk lover*) del rischio. La tolleranza al rischio può essere definita come la capacità del cliente di sopportare delle fluttuazioni del valore del portafoglio (ed in modo parziale scenari di perdita) senza modificare le scelte di investimento. Essa è influenzata da tratti psicologici e dal grado di conoscenza che il cliente ha riguardo ai rischi. Se il cliente è consapevole che non tutti i rischi possono essere sterilizzati, che molti di questi non sono facilmente quantificabili e che comunque, anche i rischi, nel tempo, subiscono delle evoluzioni, non sarà investito da scelte emozionali che nella maggior parte dei casi sono controproducenti. Come evidenziato nella figura 1.2, gli italiani rimangono prevalentemente avversi al rischio e alle perdite (rispettivamente 76% e 77% degli intervistati).

Circa la metà del campione, tuttavia, dichiara di essere più tollerante alle perdite nel breve periodo purché ci siano delle buone probabilità di recupero nel lungo periodo.

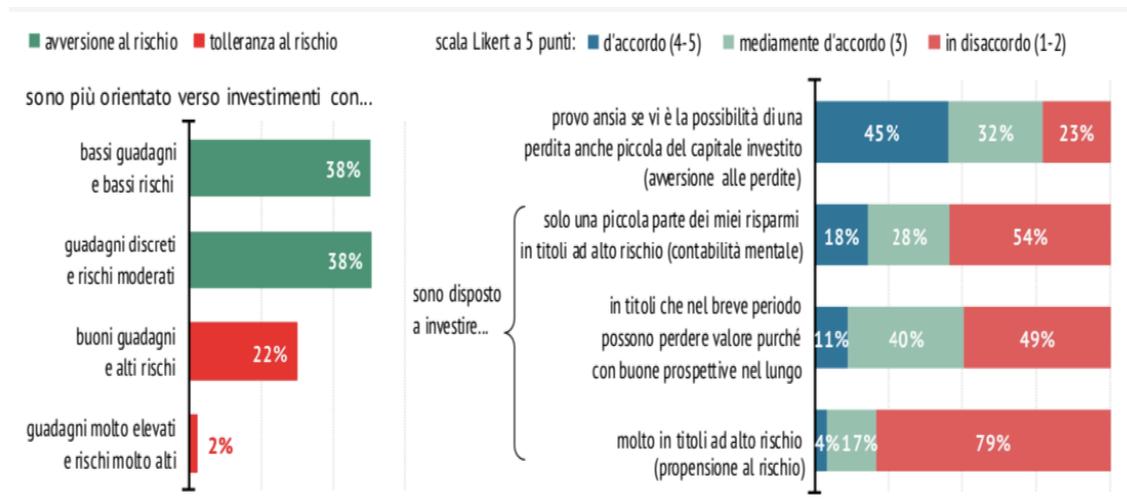


Figura 1.2: Avversione al rischio e alle perdite. Fonte: Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane: attitudini e profili comportamentali, CONSOB 2021.

Le linee guida ESMA del 2017 hanno inoltre specificato che le domande all'interno del questionario devono essere formulate con un linguaggio chiaro e facilmente comprensibile, che non devono essere poste in maniera tale da influenzare le risposte e tra queste indicazioni rientrano anche il layout e la struttura (come, per esempio, il font utilizzato o la suddivisione dei paragrafi e lo spazio disponibile per la risposta).

Gli intermediari e i consulenti possono fare affidamento sulle informazioni fornite dal cliente a meno che non percepiscano che le informazioni siano inattendibili, inesatte o incomplete. In questo caso, c'è l'obbligo di astensione dal prestare il servizio.

Il considerando n. 72 della Direttiva MiFID II afferma che "è inoltre opportuno che le imprese di investimento siano tenute a spiegare ai loro clienti i motivi della consulenza loro fornita".

Chi presta il servizio deve, di conseguenza, redigere un report chiamato *suitability report*, dove viene specificato perché le scelte prese sono in linea con le caratteristiche del cliente e le motivazioni che hanno portato a fornire determinate raccomandazioni: in questo modo si tratta di un'adeguatezza verificata e motivata e non più presunta.

Questa dichiarazione comprende anche considerazioni sui costi e sulle spese in modo da assicurare la massima trasparenza nello svolgimento del servizio.

Una volta completata la profilatura, il consulente o l'intermediario comunicheranno al cliente la sua classificazione (cliente al dettaglio o cliente professionale) ricordando che questa può subire delle variazioni: upgrade, solo ed esclusivamente su richiesta del cliente o downgrade.

CAPITOLO SECONDO

La digitalizzazione dei servizi finanziari e la rivoluzione FINTECH

2.1 Il percorso verso il FinTech

In una società dove ormai tutto è digitale e tutto dev'essere iper-connesso e in un'economia invasa dalla tecnologia, era normale aspettarsi che il settore finanziario venisse pervaso da un processo di digitalizzazione dei servizi.

Da anni ormai il settore finanziario (in particolare quello bancario) ha raggiunto lo status di settore maturo e non offre più ampi margini di guadagno. Nonostante questo, essendo caratterizzato dai processi, l'utilizzo massiccio della tecnologia ha permesso al settore di ricominciare a creare valore e ha portato a una "dematurazione" del settore stesso. Gli intermediari finanziari, banche sopra tutti, si sono trovati di fronte a un bivio: adeguare i propri processi di business e la propria offerta alle nuove tecnologie e alla digitalizzazione o rischiare di scomparire.

Con il termine FinTech s'intende, banalmente, l'applicazione delle tecnologie all'attività bancaria e finanziaria. La definizione, che di solito è il primo step che aiuta la comprensione, in questo caso non aiuta per nulla. Non essendoci una definizione univoca, ogni Autorità o Istituzione che si sia interessata allo studio di tale fenomeno, ha impiegato un'accezione vasta che si riferisce principalmente alle imprese che utilizzano svariati sistemi tecnologici o applicazioni sia al fine di fornire direttamente servizi finanziari sia per fare in modo che il sistema finanziario diventi più sicuro ed efficiente. L'unica cosa su cui sono tutti d'accordo è che FinTech è l'insieme di due parole: finanza e tecnologia.

Per capirne la portata è importante contestualizzare il tutto, capendo, prima di altre cose, l'origine e spiegando i motivi che hanno portato a questo vero e proprio fenomeno rivoluzionario.

L'origine del FinTech, se pensiamo alla definizione di "tecnologia applicata alla finanza", la possiamo datare agli anni '50, quando negli Stati Uniti venne lanciata la prima carta di credito Diners (antenata di MasterCard e Visa). Da qui passiamo al 1967 con la nascita

degli ATM e del sistema Swift³⁶(1973) per arrivare fino agli anni '80 e '90 nei quali, grazie ad Internet, si evolvono i mezzi di pagamento e nascono i primi servizi di home banking³⁷.

Impossibile non citare PayPal, considerata, da alcuni, come la più importante azienda pre-FinTech del mondo. Venne creata alla fine degli anni '90 da Elon Musk e Peter Thiel e permette di pagare, inviare denaro e accettare pagamenti senza immettere in ogni occasione i dati finanziari. PayPal è fondamentale anche per la rapida crescita dell'e-commerce e non a caso eBay non si lascia trovare impreparata e la acquisirà, nel 2005, per 1.5 miliardi di dollari³⁸.

Negli anni 2000 si assiste a un grandissimo cambiamento nel mondo del banking e all'introduzione di tecnologie che costituiranno le fondamenta dei servizi oggi utilizzati. Da quel momento in avanti, per quanto riguarda la digitalizzazione dei servizi bancari, ci sono state una serie di innovazioni di processo e di prodotto che vanno sotto il nome di Digital Banking.

Per innovazione di processo si intende l'introduzione di un nuovo processo (organizzativo o produttivo) che consente di realizzare, per esempio, lo stesso servizio ma in maniera più efficiente.

Per innovazione di prodotto si intende l'introduzione di un prodotto o di un servizio nuovo grazie alle c.d. tecnologie abilitanti che consentono di offrire alla clientela dei servizi innovativi.

La svolta per l'affermazione del FinTech arriva sicuramente dopo la recente crisi del 2008. Sono diversi i motivi che hanno consentito l'entrata di nuovi player nel mercato dei servizi bancari e finanziari:

1. perdita di fiducia dei clienti verso le banche e l'intero sistema;
2. eliminazione delle barriere all'entrata nel settore finanziario;
3. incapacità delle banche tradizionali di innovare;

³⁶ Il sistema di pagamenti internazionali SWIFT (acronimo di Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, in italiano società per telecomunicazioni finanziarie interbancarie mondiali, nata nel 1973) consente agli istituti di credito di tutto il mondo di identificarsi, con un codice univoco, e comunicare per eseguire i pagamenti internazionali.

³⁷ 1995: nasce il primo home banking tramite l'installazione di un client, da parte di Cariplo; 1999 primo home banking con l'accesso tramite browser.

³⁸ Nel 2006 PayPal poteva già contare 197 milioni di utenti in tutto il mondo.

4. diffusione di dispositivi digitali e mobile: app e accessi da smartphone e tablet cominciano a diventare il canale principale consentendo la diffusione del mobile banking e delle banking app nell'ottica del *"anytime, anywhere"*.
5. ricerca, da parte dei clienti, di servizi sempre più facili e personalizzati.

Un'altra fase fondamentale per il FinTech è contestuale allo scoppio e al periodo della pandemia di Covid-19 che ha, di fatto, rimescolato il mercato.

In tutti i settori, a causa del distanziamento sociale imposto e dei lockdown, ci sono stati cambiamenti rapidi e inaspettati e la richiesta di servizi a distanza è ovviamente cresciuta in maniera esponenziale. La pandemia ha accelerando la trasformazione digitale, l'innovazione e i servizi remoti. Le soluzioni FinTech in genere sfruttano questi tre elementi. E così questa pandemia da un lato ha messo sotto pressione le startup FinTech mentre, dall'altro, ha potenziato l'adozione dei loro servizi.

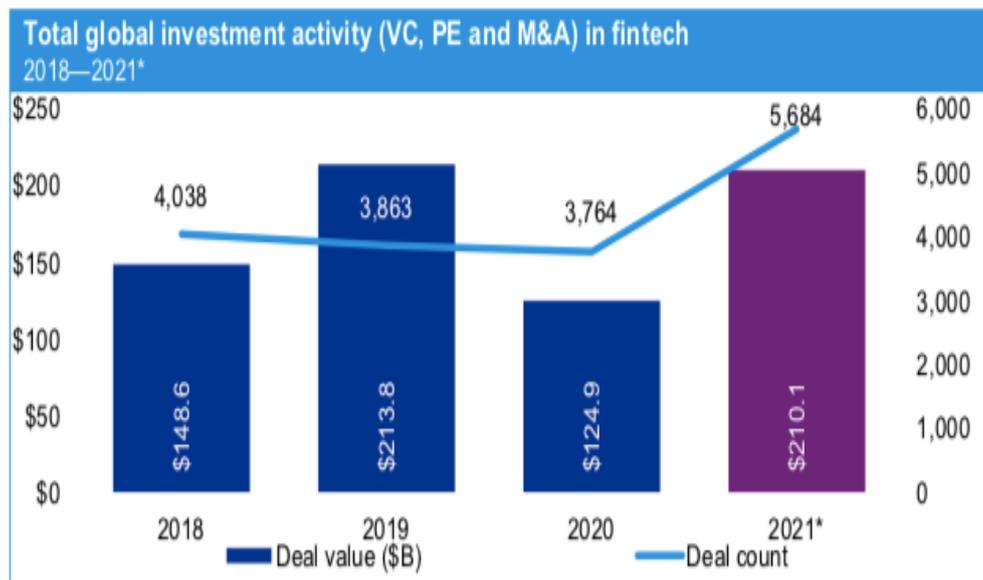
Nel settore bancario, per esempio, le filiali bancarie hanno perso la loro funzione strategica di vicinanza ai clienti ed è aumentata la tendenza alla diminuzione del numero di sportelli. Tutto questo ha portato anche gli operatori più tradizionali a implementare servizi finanziari innovativi e ad aprirsi e collaborare con startup che hanno nel proprio DNA il digitale. Inoltre, l'epidemia ha avuto un forte impatto sulle PMI (se guardiamo l'Italia) e sulle loro entrate, creando un aumento del rischio di crediti deteriorati (NPL). Il panorama mondiale, però, non è stato influenzato solo negativamente dal COVID-19. Alcuni segmenti hanno addirittura incrementato operatività, adozione e ricavi.

La pandemia ha avuto un impatto positivo sui business come il pagamento digitale e il trasferimento di denaro, il prestito, l'InsurTech e l'e-commerce.

L'aumento dei processi e delle iniziative di trasformazione digitale continuerà a crescere, cavalcando il trend già avviato. La situazione del COVID-19 è stata un catalizzatore, dando una spinta all'intero processo di rinnovamento. Arrivando ad oggi, infatti, il 2021 è stato un anno straordinario per il mercato FinTech con gli investimenti che hanno raggiunto livelli record. Record che si è verificato anche nel numero di accordi in tutte le principali zone geografiche (Americhe, EMEA, Asia-Pacifico).

Gli investimenti globali nel FinTech sono stati di 210 miliardi di dollari (USA) con 5.684 accordi.

Figura 2.1: Total global investment activity in FinTech, 2018-2021.



Fonte: Pulse of Fintech H2'21, Global Analysis of Investment in Fintech, KPMG International, 31 December 2021.

2.1.1 Il mercato e i servizi FinTech

Nell'introduzione di questo paragrafo viene riportato quello che è stato l'intervento di un banchiere in una riunione a cui Riccardo Luna, giornalista e primo direttore dell'edizione italiana di Wired, ha assistito e che fa anche parte della prefazione da lui scritta nel libro "L'ERA DEL FINTECH" di Roberto Ferrari.

"È accaduto piuttosto che un esercito di innovatori in tutto il mondo si è messo in testa di cambiare un pezzettino del nostro modo di fare banca. Qualcuno si è preso i pagamenti, qualcuno i prestiti, qualcuno i finanziamenti, qualcuno la consulenza. [...]

Come finirà? Come è accaduto negli altri settori: qualcuno fallirà, qualcuno emergerà e si prenderà una fetta grossa del mercato; si creeranno delle nuove gerarchie, nasceranno dei modelli di business diversi, e il servizio per i clienti migliorerà. Solo che qui non parliamo di comprare un libro di carta o un ebook. Qui parliamo dei nostri soldi. Non facciamo i romantici, che non è il caso. C'è qualcosa che conti di più per la nostra sicurezza personale e familiare? Per questo la rivoluzione in corso ci riguarda tutti."

Negli ultimi anni le imprese FinTech attraverso un insieme di tecnologie e di modelli di business stanno, infatti, cambiando per sempre il mondo della finanza e non solo: servizi

di pagamento (come l'instant payment), investimenti digitali, servizi di credito (crowdfunding platforms, peer-to-peer lending), assicurazioni, servizi di consulenza (robo advisor, che verranno approfonditi nel prossimo capitolo), soluzioni come l'impronta digitale o il riconoscimento facciale per l'identificazione dei clienti, servizi accessori (come il cloud), blockchain e criptovalute.

Gli operatori FinTech, nel caso delle banche, possono essere di due tipi: *enablers*, se facilitano le funzionalità dei servizi bancari; *disruptors*, se propongono servizi alternativi a quelli bancari. Essi impattano sulle banche tradizionali, sulla clientela, sulla compliance e su tutto l'ecosistema finanziario.

Essi realizzano servizi a valore aggiunto facendo perno sia sull'elevata capacità di personalizzazione sia sulla customer experience.

Oltre a queste, le loro principali caratteristiche sono:

- la trasparenza delle condizioni;
- la velocità di risposta ai bisogni della clientela, infatti con i servizi FinTech è cambiato anche il modo con cui i fornitori di servizi finanziari interagiscono con la clientela. Per loro, i maggiori benefici derivanti da questo, oltre alla velocità, sono l'aumento della semplicità, la convenienza a livello di costi e la flessibilità dei servizi;
- l'elevato utilizzo di tecnologie e di dati, modelli distributivi ed operativi focalizzati su economie di scala.

Classificando le imprese FinTech in base al settore in cui operano possiamo distinguere tra:

1. attività di intermediazione finanziaria, riconducibile alle imprese FinTech e TechFin;
2. attività connesse e strumentali a quelle di intermediazione finanziaria, svolte da imprese Tech (come cybersecurity, gestione dei dati, autenticazione, ecc).

Si è tentato di riassumere in questo elenco i principali servizi offerti sul mercato:

1. Pagamenti (payments);
2. InsurTech;
3. Digital Lending;

4. RegTech;
5. Cybersecurity;
6. WealthTech;
7. Blockchain/cryptocurrency.

Relativamente ai **pagamenti**, essendo il settore che si è sviluppato per primo, è il più maturo del FinTech. Il segmento di mercato dei pagamenti digitali è guidato dalle transazioni dei consumatori e comprende i pagamenti per prodotti e servizi effettuati su Internet, nonché i pagamenti mobili presso i punti vendita (POS) o tramite applicazioni per smartphone (e wallet), e i trasferimenti di denaro transfrontalieri effettuati su Internet. Non sono inclusi in questo segmento le transazioni tra imprese (pagamenti business to business).

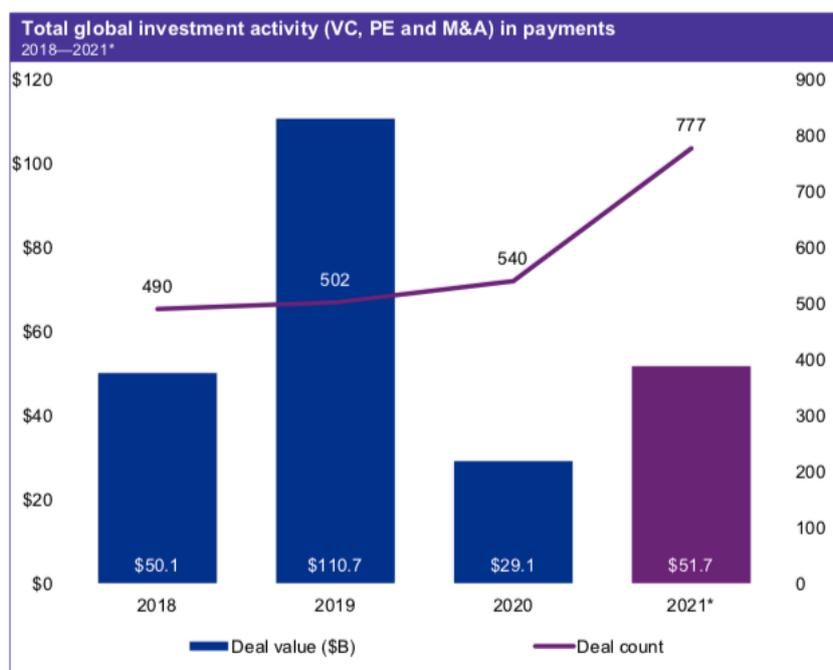
Il settore dei pagamenti è stato l'investimento FinTech più popolare nel 2021, attirando 51,7 miliardi di dollari (fig. 2.2). La continua trasformazione del mercato dei pagamenti negli anni è riconducibile alla progressiva evoluzione tecnologica e informatica, all'apertura ai mercati internazionali nonché alla diffusione di nuovi servizi e attori del mercato. La crescente digitalizzazione è stata favorita principalmente da tre ambiti:

1. una maggiore propensione degli utenti nell'utilizzo di dispositivi tecnologici (tablet, smartphone e wearable);
2. un cambiamento nelle abitudini dei consumatori, che trovano queste modalità di pagamento più efficienti fornendo una migliore esperienza al cliente. Parliamo di e-commerce ed e-payment, di contactless payment, di mobile POS e mobile payment.
3. un'evoluzione dell'offerta di mercato da parte degli attori che adottano strategie di marketing volte ad aumentare l'utilizzo degli strumenti elettronici e a raccogliere informazioni sul comportamento dei clienti.

Courtney Trimble, responsabile dei pagamenti e della trasformazione digitale all'interno di KPMG, ha dichiarato: "Gli investimenti nel settore dei pagamenti continuano a crescere, sia in mercati maturi come Stati Uniti e Regno Unito, sia in mercati emergenti come Africa, America Latina e Sud-est asiatico. Per tutto il 2021, c'è stato un livello straordinariamente alto di investimenti in VC a causa della natura della ripresa

economica globale combinata con la trasformazione digitale che è stata accelerata dal Covid-19".

Figura 2.2: Total global investment activity in payments, 2018-2021.



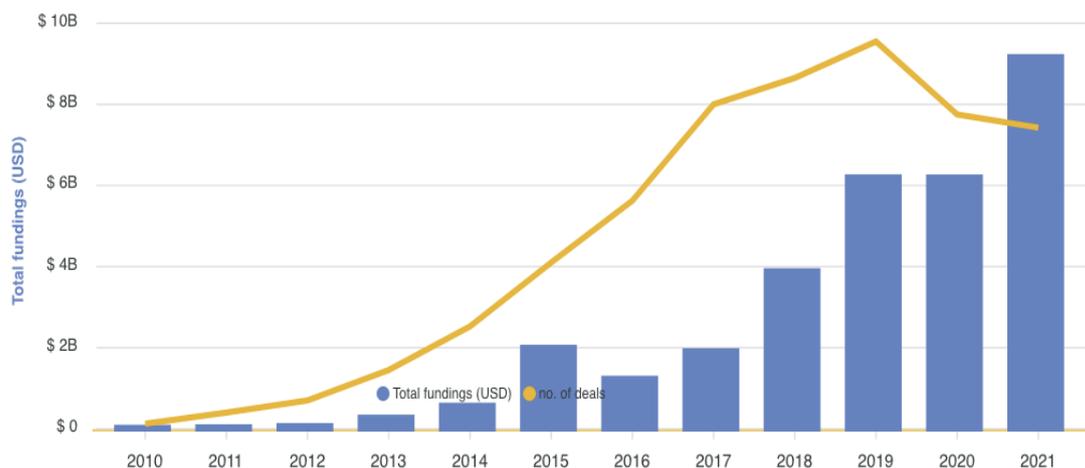
Fonte: Pulse of Fintech H2'21, Global Analysis of Investment in Fintech, KPMG International, 31 December 2021.

Per quanto riguarda l'**InsurTech**, il termine si riferisce all'uso della tecnologia nel settore assicurativo al fine di migliorare l'efficienza e valutare in maniera più accurata il rischio. Nonostante un calo all'inizio del 2020 causato dalla pandemia globale di coronavirus (COVID-19), il valore del capitale investito in società InsurTech a livello globale è in aumento. Il settore assicurativo è sempre stato molto tradizionale, quindi questi nuovi sviluppi hanno il potenziale per cambiarlo radicalmente, pur comportando anche diverse preoccupazioni. Mentre la maggior parte dei consumatori intervistati ritiene che l'insurTech possa abbassare i prezzi migliorando al contempo il servizio clienti e l'offerta di prodotti, molti consumatori hanno riferito di non sentirsi a proprio agio con le tecnologie assicurative, anche se portano a prezzi più bassi.

Il 2021 è stato senza dubbio un anno prospero per l'InsurTech, con investimenti globali che hanno raggiunto i 10 miliardi di dollari (fig. 2.3). Possiamo osservare dal 2010 un

boom nel mercato InsurTech con una nuova ascesa storica e un solido consolidamento del mercato.

Figura 2.3: Insurtech's Evolution at a Glance, 2010-2021.



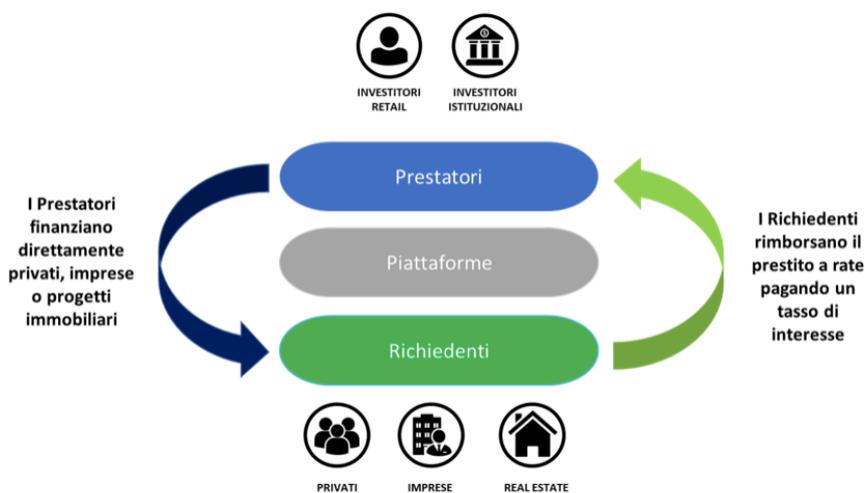
Fonte: InsurTech Global Outlook 2022 – Investments, NTT DATA Corporation.

Il **Digital lending** è una realtà innovativa di finanziamento digitale che consiste nell'erogazione diretta di finanziamenti a privati e ad imprese da parte di soggetti che non sono banche. Questo avviene sostanzialmente con 3 modalità: peer to peer lending, anticipo fatture, prestiti ad imprese.

Il P2P lending, che rappresenta il segmento più importante, consiste nell'utilizzo delle marketplace lending, ovvero delle piattaforme online, che consentono l'incontro tra i soggetti che richiedono il finanziamento da una parte, e coloro che dispongono di capitale da investire dall'altra: tutto questo in maniera molto veloce ed economica.

Si abbassano infatti i costi del credito, visto che si dovrà pagare, oltre agli interessi al creditore (ovviamente proporzionali al livello di rischio), solamente una piccola percentuale dell'importo preso a prestito al gestore della piattaforma.

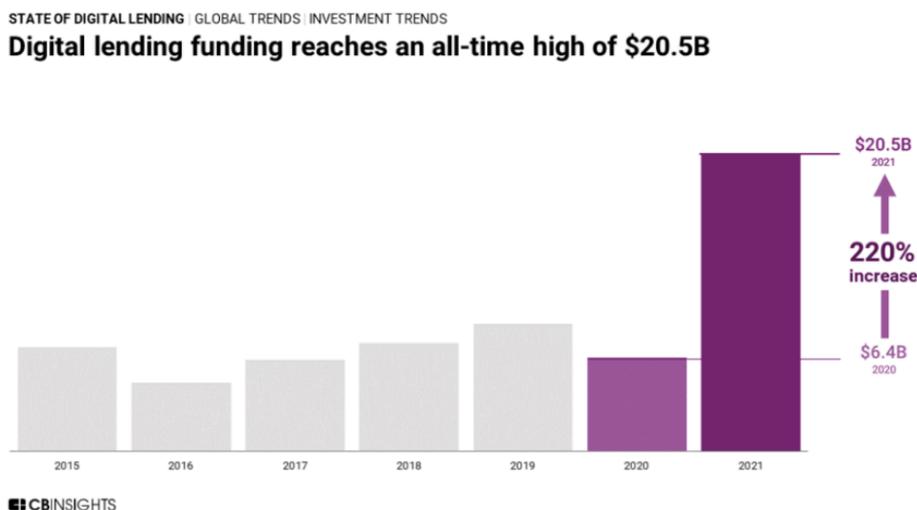
Figura 2.4: Come funziona il peer to peer lending.



Fonte: P2P Lending: cos'è, come funziona e come investire, Daniele Forza, 14/08/2015, <https://italiancrowdfunding.it>

Secondo il rapporto “State of digital lending 2021” di CBINSIGHTS, gli accordi e i finanziamenti del digital lending hanno raggiunto livelli record nel 2021 toccando i 20,5 miliardi di dollari, con una crescita del 220% rispetto ai 6,4 miliardi dell’anno precedente.

Figura 2.5: Digital lending funding 2015-2021.

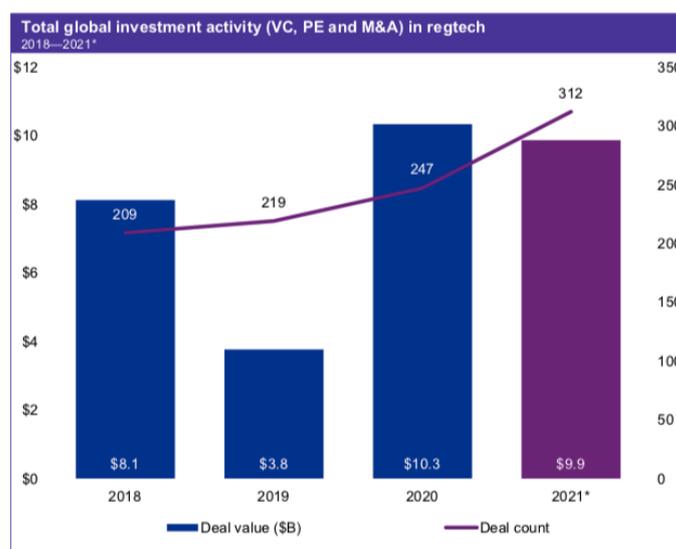


Fonte: “State of digital lending 2021 report”, CBINSIGHTS, 2 marzo 2022.

Relativamente al **RegTech**, gli istituti bancari e le assicurazioni stanno dedicando sempre più investimenti a questa attività (data dalla fusione del concetto di “regulatory” con quello di “technology”). “Il RegTech è l’utilizzo della tecnologia per ottimizzare attività di gestione della normativa ed efficientare processi e controlli operativi. Racchiude prodotti e servizi al supporto delle procedure di adeguamento, conformità, rispetto di norme, regolamenti, leggi e reportistica. In Europa, in parte anche come conseguenza della crisi finanziaria del 2008, per le istituzioni finanziarie il framework normativo sta diventando sempre più ricco e complesso da gestire e rispettare, portando le Autorità stesse a promuovere l’adozione di soluzioni RegTech”³⁹. Le principali funzioni di questo fenomeno includono il monitoraggio normativo, il reporting e la conformità.

Per fare capire la sua portata si citano alcuni dati: ha avuto tra il 2015 e il 2019 un tasso di crescita del 103% e nel 2020 e nel 2021 il valore totale degli investimenti in questo settore è stato rispettivamente di 10,3 e 9,9 miliardi di dollari.

Figura 2.6: Total global investment activity in Regtech, 2018-2021.



Fonte: Pulse of Fintech H2'21, Global Analysis of Investment in Fintech, KPMG International, 31 December 2021.

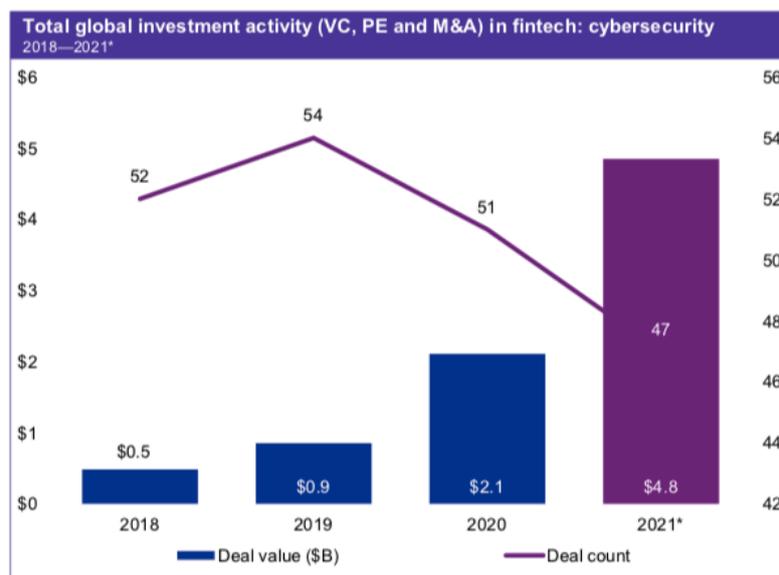
Cybersecurity: la criminalità basata su Internet è una delle minacce alla sicurezza in più rapida crescita in tutto il mondo. Questo perché con l'aumento dell'uso di internet, c'è

³⁹ RegTech - La spinta per il nuovo mercato finanziario - PwC, 2021.

stato anche un cambiamento nel modo in cui le persone usano i computer per le transazioni e le comunicazioni. Le informazioni personali come indirizzi e-mail, numeri di telefono, nomi e altre credenziali di accesso, vengono utilizzate dagli hacker per commettere frodi di identità.

In un sondaggio del settembre 2018 su adulti statunitensi, il 32,7% degli intervistati ha dichiarato di aver subito un attacco ai propri social media o account di posta elettronica. In un altro sondaggio condotto nello stesso anno, il 14% degli intervistati ha dichiarato che i propri account online erano stati violati più di una volta. L'interesse per la sicurezza informatica è infatti salito molto nel 2021, con gli investimenti che sono arrivati a quasi 5 miliardi di dollari, praticamente raddoppiati rispetto al 2020.

Figura 2.7: Total global investment activity in cybersecurity, 2018-2021.



Fonte: Pulse of Fintech H2'21, Global Analysis of Investment in Fintech, KPMG International, 31 December 2021.

WealthTech: è una branca del mondo FinTech. Consiste nell'applicare le innovazioni tecnologiche al wealth management, quindi alla gestione del risparmio. È un concetto che copre tutte le soluzioni digitali pensate per aiutare i clienti a gestire, ottimizzare e per facilitare i processi di gestione patrimoniale. Questi processi includono ad esempio pianificazione fiscale, protezione patrimoniale, piani di risparmio pensionistici.

Anche in questo caso cambia il tipo di rapporto con il cliente/investitore che si baserà su piattaforme di trading online a basso costo o piattaforme di consulenza digitale e robo advisor. I Robo-Advisor sono delle piattaforme, che si presentano online o tramite app, che forniscono una consulenza virtuale automatizzata. Gli investitori possono scegliere i volumi di investimento in base alla loro portata e alla propensione al rischio. Provider come Wealthfront, Schwab Intelligent Portfolios e Betterment consentono agli investitori privati e/o istituzionali di investire il proprio denaro (a partire anche da importi molto piccoli) in portafogli che vengono gestiti automaticamente da algoritmi e offrono anche un servizio di bilanciamento nel tempo. Il vantaggio di questi servizi risiede nel ruolo passivo dell'investitore, che potrebbe non volere o non potersi permettere il "costo" di una consulenza finanziaria umana. Tali servizi di investimento automatizzati consentono comunque dei rendimenti interessanti con un basso capitale iniziale e senza un know-how specifico di investimento. Nel 2020, i robo-advisor in tutto il mondo hanno gestito asset per oltre mille miliardi di dollari. Dal 2017, questa parte del mercato FinTech ha visto un impressionante aumento di oltre 700 miliardi di dollari, più che triplicando il valore degli asset gestiti.

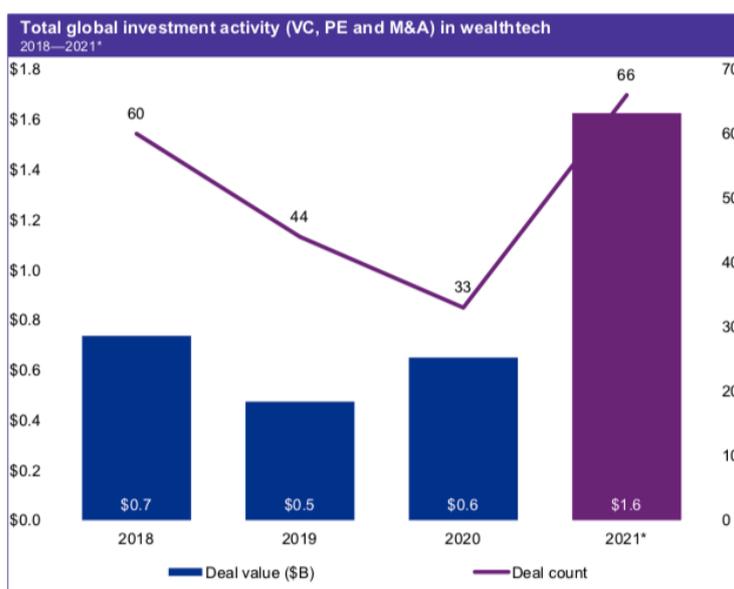
I Robo-Advisor verranno poi ampiamente approfonditi nel prossimo capitolo.

L'innovazione WealthTech, di fatto, ha l'obiettivo di affiancare i consulenti nella loro attività, migliorando l'efficienza dei processi e della scelta degli investimenti tramite soprattutto all'intelligenza artificiale che viene applicata ai dati.

Tutto questo ha spinto un certo numero di istituzioni finanziarie affermate, in particolare negli Stati Uniti e in Europa, a dare la priorità alle acquisizioni per dare il via alla propria innovazione WealthTech.

Sia gli investimenti globali che il numero di accordi di WealthTech hanno infatti raggiunto nuovi massimi nel 2021, toccando quasi i 2 miliardi di dollari.

Figura 2.8: Total global investment activity in wealhtech, 2018-2021.



Fonte: Pulse of Fintech H2'21, Global Analysis of Investment in Fintech, KPMG International, 31 December 2021.

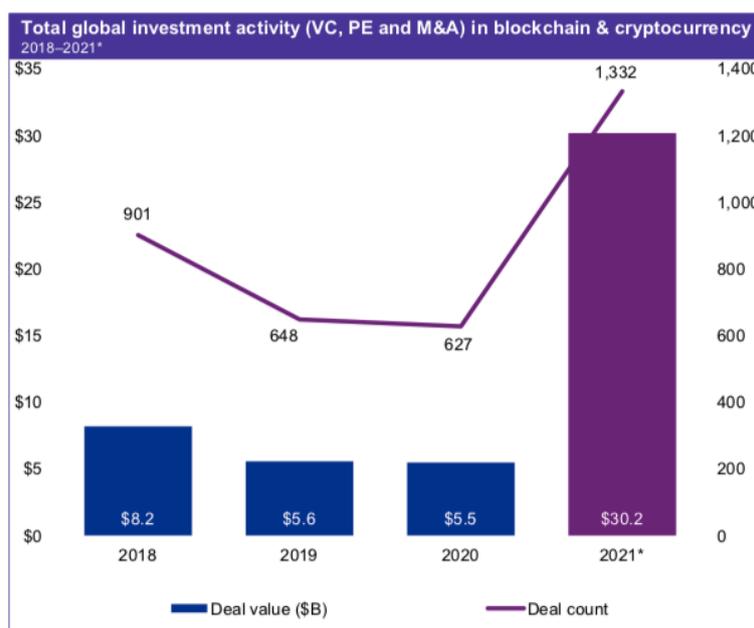
Blockchain e cryptocurrency: la rapida ascesa delle criptovalute sta cambiando il panorama finanziario globale, creando sia rischi che opportunità per i nuovi player e per quelli esistenti. Sostenuta dalla tecnologia blockchain o "distributed ledger", la crittografia sconvolge i modelli di business tradizionali eliminando la necessità di intermediari fidati. Di conseguenza, la forte espansione delle applicazioni crittografiche che si sta verificando segna l'inizio di una rivoluzione che nessuna organizzazione può permettersi di ignorare.

L'applicazione di crittografia più visibile e di alto profilo odierna è sotto forma di criptovalute come Bitcoin. Questa potrebbe essere la criptovaluta principale per molti, ma il mercato delle valute digitali che si basano sulla tecnologia blockchain è molto più grande. Questa però è solo la punta dell'iceberg. Si va dall'acquisto e dalla vendita di asset digitali scambiati su borse crittografiche, all'uso di token non fungibili (NFT) per le uscite musicali, all'idea delle banche centrali di sviluppare le proprie valute digitali. Lo slancio dietro le criptovalute sta crescendo rapidamente.

Nel 2021, i settori blockchain e criptovalute hanno attirato quasi sei volte più investimenti (inclusi venture capital, private equity e accordi di fusione e acquisizione) rispetto al 2020.

Nel 2021, questi settori hanno attratto oltre 30 miliardi di dollari (fig. 2.9) a livello globale. In precedenza, il maggior numero di investimenti concentrati in questo ramo FinTech era stato registrato nel 2018, quando questa cifra ammontava a circa otto miliardi di dollari.

Figura 2.9: Total global investment activity in blockchain & cryptocurrency, 2018-2021.



Fonte: Pulse of Fintech H2'21, Global Analysis of Investment in Fintech, KPMG International, 31 December 2021.

2.2 I player del mercato

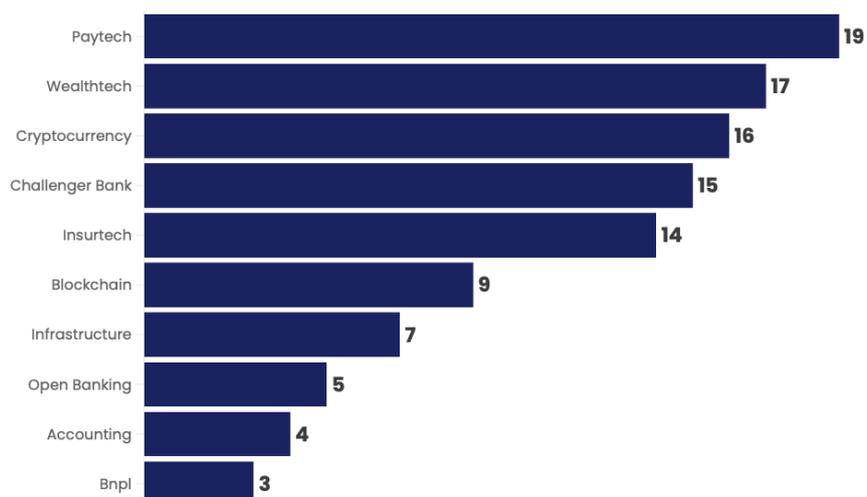
All'interno del gruppo di FinTech, di fondamentale importanza è la differenziazione tra le startup FinTech, cioè società nate appositamente per fornire questo tipo di servizi, e le c.d. technology company.

Le startup tendono a concentrarsi su parti selezionate della catena del valore finanziario, cercando di "spacchettare" i modelli di business bancari tradizionali: si parla in questo caso di unbuilding⁴⁰.

⁴⁰ TRECCANI, Definizione di unbuilding: "separazione tra le varie componenti della filiera produttiva di un'impresa finalizzata a introdurre una maggiore competitività nel mercato di riferimento" e favorisce "l'accesso reale e non discriminatorio dei terzi ai servizi offerti dai proprietari delle infrastrutture (Third Party Access, TPA)".

In un recente report effettuato da CFTE (Center for Finance, Technology and Entrepreneurship) viene evidenziato come siano ben 113 i nuovi unicorni FinTech censiti nel 2021. Per società “unicorno” si intendono le startup che hanno una valutazione superiore a 1 miliardo di dollari e a tenere testa sono soprattutto quelle legate al segmento payment.

Figura 2.10: Gli unicorni FinTech per settore.



Fonte: Cfte, dati gennaio 2022.

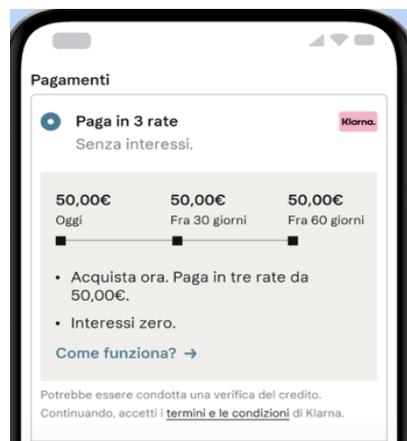
Tra i vari nomi spiccano, per citare alcune tra le più importanti, Stripe, Klarna, Robinhood e Nubank e di seguito verranno elencate le principali caratteristiche di ognuna.

Stripe (valutazione 95 mld di dollari) nasce negli Stati Uniti nel 2011 e permette alle aziende di inviare e ricevere pagamenti tramite internet. È quindi una piattaforma di pagamenti che fornisce interfacce clienti diversificate, aumentando così la personalizzazione dell’esperienza di pagamento. È utilizzabile su qualsiasi browser e dispositivo. Recentemente ha aggiunto anche la possibilità di pagare in maniera rateizzata o attraverso i wallet digitali.

Klarna (valutazione 45,6 mld di dollari) è una società nata a Stoccolma nel 2005 che permette di effettuare pagamenti online e rateizzare l’importo senza dover pagare gli interessi. L’importo può essere pagato in tre rate, una al momento dell’acquisto, una a 30 giorni e l’altra a 60 giorni. Le carte accettate da Klarna sono tutte le principali carte di credito e debito dei circuiti Visa, Mastercard e American Express.

Nel sito ufficiale si trova anche l'elenco dei negozi convenzionati (e sono tanti) che accettano questo sistema di pagamento.

Figura 2.11: interfaccia app Klarna.



Fonte: Sito ufficiale www.klarna.com

Robinhood (valutazione 11,7 mld di dollari) è un'azienda statunitense nata nel 2013.

Si tratta di una piattaforma di trading online che non presenta commissioni e non richiede depositi minimi. Consente di investire in azioni, ETF, oro, derivati, crypto e il tutto con un'estrema semplicità e senza intermediari. Presenta un'interfaccia molto simile a quella dei videogiochi, con la presenza di emoji e animazioni nel momento in cui si scambiano azioni.

Nubank (valutazione 30 mld di dollari) è una società fondata nel 2013 a San Paolo da tre imprenditori FinTech. Si tratta di una classica banca digitale privata che ha iniziato emettendo subito carte di credito senza commissioni, il che ha sbaragliato la concorrenza ed ha rappresentato un cambiamento radicale in Brasile noto per il suo sistema bancario costoso e poco tecnologico. Considerata una banca pro-crypto, è diventata la banca FinTech più grande dell'America Latina e Warren Buffet (con la sua holding di investimento Berkshire Hathaway) tra l'estate del 2021 e i primi mesi del 2022 ha investito in essa 1 miliardo di dollari.

Le technology companies, d’altro canto, sono società originariamente operanti nel settore tecnologico o commerciale che hanno successivamente sviluppato servizi finanziari.

Queste ultime vengono chiamate TechFin e sono imprese già affermate che sfruttano il loro know-how tecnologico, i c.d. big data, l’enorme disponibilità di liquidità e la base di clientela per crescere anche nel settore finanziario. Tra queste ci sono le Big del Tech (o Digital Champions): Google, Apple, Facebook, Amazon (che vanno sotto l’acronimo di GAFA), Microsoft e Alibaba.

Anche queste si sono concentrate e hanno aggredito soprattutto il settore dei pagamenti, basti pensare ad Apple Pay, Samsung Pay, Google Pay; da non sottovalutare anche lo sviluppo nel lending, sempre più crescente, da parte dei GAFA.

Figura 2.12: I GAFA puntano sui servizi finanziari.

	Google	Apple	Facebook	Amazon
Mobile Payments	AndroidPay	ApplePay	n/a	Amazon Pay Places
Online Payment	AndroidPay	ApplePay	n/a	Amazon Pay
Peer-2-Peer Payment	Google Wallet	ApplePay Cash	Payment in Messenger	n/a
Other Payments	n/a	n/a	n/a	Amazon Cash
Lending to Customers	Google Store Financing	n/a	n/a	Amazon Lending
Lending to Business	n/a	n/a	n/a	Amazon Lending
eMoney	n/a	n/a	n/a	Amazon Coins
App stores	Google Play	App Store	n/a	Amazon Apps
Voice Banking Interfaces	Google Home	Siri	n/a	Amazon Alexa

Fonte: “Il possibile impatto in economia e finanza dei GAFA”, PwC, 14 giugno 2018. Analisi PwC su dati aboutfintech.de

Giusto per citarne una, nel caso di Apple Pay (speculare a Samsung Pay) si aggiunge la carta di credito o di debito all'interno del wallet su iPhone (o iPad) e si possono di conseguenza effettuare dei pagamenti in negozi, ristoranti, e molti altri luoghi.

Il sistema di sicurezza, in questo caso, si basa sull'identificazione Face ID (prima Touch ID), l'inserimento del codice e poi si procede al pagamento. Nell'app poi restano in memoria tutte le transazioni effettuate con i relativi dettagli.

2.3 Il rapporto tra banche, FinTech e Big Tech

Le banche tradizionali rispetto alle startup FinTech presentano dei vantaggi: una miglior conoscenza della regolamentazione, infrastrutture consolidate, un'ampia clientela, maggiori capitali, e soprattutto il valore del brand.

Molti clienti, infatti, continuano a preferire i player tradizionali non per i servizi super innovativi che offrono, ma perché vengono percepiti più affidabili vista l'esperienza maturata nel settore.

Le startup FinTech possono invece contare su una struttura organizzativa più agile, sul know how tecnologico e sulla customer experience che rappresenta il centro della loro strategia.

Esse, inizialmente percepite come *disruptors*, quindi come una minaccia, devono essere considerate dalle banche dei potenziali alleati che permettono loro di semplificare i processi e di offrire servizi migliori a costi più bassi. Solitamente le startup, consapevoli di non avere i mezzi necessari per poter competere con i player tradizionali, visti i motivi sopra elencati, si sono spesso alleate con loro (tranne qualche eccezione), condividendo le competenze tecnologiche in cambio di risorse finanziarie e l'accesso a una fetta di clientela che consente la loro affermazione sul mercato.

John Berry, CEO di Efma ha dichiarato che "per stare al passo con le aspettative dei clienti in continua evoluzione nel mercato odierno, le banche tradizionali devono trasformarsi in Inventive Bank e collaborare con le FinTech più qualificate"⁴¹.

Questa scelta da parte delle banche, che diventano così "incubators" di startup FinTech, è motivata quindi dalla paura di rimanere indietro e di perdere la guerra con le già citate

⁴¹ Capgemini & Efma, World FinTech Report 2020.

Big Tech. Queste, infatti, sono il maggior nemico perché dispongono del controllo, praticamente capillare, di tutte le piattaforme di e-commerce con cui i clienti sono costretti a interfacciarsi, dispongono di capitali ingenti e nei loro confronti la banca tradizionale non può sfruttare nessun tipo di vantaggio, se non quello del valore del brand.

Le Big Tech rappresentano una minaccia molto seria non solo per le banche ma per l'intero sistema economico. Per loro stessa natura le Big Tech hanno a disposizione una quantità enorme di dati su tutti i clienti e sulle transazioni che vengono effettuate ogni giorno in tutto il mondo. Questi dati sono poi in grado di gestirli in maniera ottimale per realizzare un'offerta ancora più ampia e un servizio efficace, rapido, a basso costo che incontri le preferenze dei clienti. Il loro scopo è infatti quello di influenzare ed esaudire tutti i loro bisogni.

Secondo George Soros, essere potrebbero arrivare ad avere un controllo totalitario sul sistema economico.

Di fatto, ogni mercato in cui entrano le BigTech rischia di diventare un mercato esclusivo. Questo perché nel sistema economico di oggi, fondato sul libero mercato, nessun concorrente può riuscire a competere con loro. In un settore come quello finanziario, dove sono di fondamentale importanza i dati che vengono raccolti dalla clientela, quale azienda nel pianeta può raccoglierci meglio di Google?

Uno scenario ancora peggiore si verificherebbe qualora le BigTech si alleassero per spartirsi il mercato finanziario, escludendo tutti gli altri.

Forse, l'unico motivo per cui le Big Tech non si sono ancora cimentate nell'attività bancaria nella sua completezza, è da ricercare nel fatto che in quel caso il sistema regolatorio diventerebbe assai complicato e costoso. "Con riferimento agli USA, si consideri, a titolo esemplificativo, che secondo Bank of America Merrill Lynch, nel 2018 in media un'azienda di tecnologia e commercio elettronico ha avuto a che fare con 27.000 leggi federali ogni anno, rispetto alle 128.000 cui è soggetta una banca, un numero superiore di quasi 5 volte"⁴².

⁴² "Le Banche del Futuro", The European House – Ambrosetti, 2020.

Figura 2.13: Numero medio di “government regulation” per istituzioni finanziarie e le Big Tech negli Stati Uniti.



Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su dati Bank of America Merrill Lynch.

Dal punto di vista normativo lo sviluppo del FinTech è stato incentivato da una serie di normative che hanno l'obiettivo di armonizzare e regolamentare un quadro ampio ed eterogeneo.

Nell'Unione Europea il legislatore ha cercato di intervenire con la normativa GDPR (*General Data Protection Regulation*) e con la Direttiva PSD2 (*Payment Service Directive 2⁴³*, direttiva UE 2015/2366) al fine di garantire (o almeno cercare di farlo) una “*fair competition*”.

Il primo è un regolamento relativo alla protezione dei dati personali, mentre PSD2 segna un ulteriore passo avanti nei pagamenti digitali con l'obiettivo di contrastare le frodi e di rafforzare la tutela degli utenti dei servizi di pagamento modernizzando il quadro normativo.

Le principali novità introdotte dalla PSD2 sono: obblighi di trasparenza; estensione dell'ambito di applicazione; possibilità di accedere alle informazioni relative al proprio conto corrente e alle proprie transazioni effettuate o disporre ordini di pagamento attraverso terze parti (*PISP, Payment Initiation Service Providers*); nuove misure di sicurezza. Oltre a ciò, “la Direttiva impone il divieto per gli esercenti di applicare ai propri clienti una maggiorazione per l'uso di un determinato strumento di pagamento. Nello specifico, secondo quanto previsto dal regolamento 751 del 2015, le commissioni

⁴³ Recepita in Italia con il D.lgs. n.218/2017.

interbancarie non possono essere superiori allo 0,2% del valore dell'operazione per i pagamenti con carte di debito e allo 0,3% per quelle con carta di credito"⁴⁴.

Con PSD2 entra in vigore anche la SCA (*Strong Controller Authentication o autenticazione forte*) che riguarda le nuove misure di sicurezza sopra citate.

Essa viene utilizzata in tutte le transazioni elettroniche da remoto (per esempio accesso al conto online o presentazione di una disposizione di pagamento elettronico) e garantisce una maggiore protezione del cliente tramite un'autenticazione che prevede almeno due dei seguenti 3 fattori:

- password, codice o PIN (conoscenza);
- telefono cellulare, token, portatile (qualcosa di cui è in possesso solo l'utente);
- caratteristiche biometriche, impronta digitale o riconoscimento facciale (inerenza).

2.4 Strategie competitive

Ci sono diversi approcci che possono adottare le banche per sfruttare questa dirompente innovazione e possono essere identificati in strategie alternative, ciascuna caratterizzata da profili di rischio-rendimento e da risorse necessarie diverse.

Vediamo più nel dettaglio quali possono essere le strade percorribili da parte delle banche:

- sviluppo interno;
- collaborazione;
- acquisizione;
- outsourcing.

La prima strategia, sebbene sembri molto attuabile, presenta forse più aspetti negativi che positivi. L'azienda deve farsi carico di tutto l'esborso finanziario e dei conseguenti rischi dell'investimento. Sviluppare internamente tutta una serie di tecnologie di questo calibro comporta degli investimenti particolarmente ingenti. In primo luogo, perché le competenze (cioè il know-how) può essere acquistato solamente esternamente,

⁴⁴ Unicredit, "Le 10 cose da sapere sulla PSD2", in <https://www.unicredit.it>.

umentando in modo notevole i costi. In aggiunta a questo, ci sono tutti i costi di progettazione, realizzazione e commercializzazione; in secondo luogo, la normativa è molto più stringente e severa con gli incumbents, rispetto che con società che si occupano di singoli rami di business e che iniziano a occuparsi di finanza. In imprese consolidate già operanti da anni nel mercato e con un'organizzazione ben strutturata esiste poi il classico problema dell'inerzia organizzativa.

Si tratta, infatti, di affrontare cambiamenti radicali che richiedono tempo e che coinvolgono ogni livello della struttura organizzativa e culturale dell'azienda e questo è particolarmente difficile.

La seconda strategia, che prevede la collaborazione con startup FinTech, è la strategia preferita dagli intermediari visto che circa il 50% di loro ha stretto almeno un rapporto di collaborazione in ambito FinTech. Secondo uno studio di EY "Global FinTech Adoption Index 2019", circa l'80% degli investimenti degli intermediari tradizionali saranno indirizzati a stringere collaborazioni con società tecnologiche specializzate. La base di queste *partnership* tra banche e società FinTech è la realizzazione e la gestione di un progetto comune. Il contrasto tra queste due prospettive è ciò che rende le partnership così utili. Da un lato, abbiamo l'affidabilità dell'infrastruttura bancaria consolidata, la credibilità presso le autorità di regolamentazione e una base di clienti che ancora si fida delle banche; dall'altro, c'è la libertà di innovare e l'agilità di costruire soluzioni su misura per determinati segmenti di clienti.

La terza strategia, in inglese M&A cioè fusioni e acquisizioni, ha sicuramente un aspetto positivo: si accorciano di molto i tempi. Invece di sviluppare internamente delle soluzioni innovative e competitive, si "comprano" e si fanno proprie. Così facendo la banca migliora l'efficienza dei propri sistemi, riorganizza i processi operativi e diminuisce i costi. Un grandissimo vantaggio poi è quello ridurre, di fatto, i competitor nel mercato e sfruttare il vantaggio competitivo nei confronti di coloro che non utilizzano questa strategia "aggressiva" e sono ancora privi di certe tecnologie. Questo tipo di operazioni straordinarie vengono spesso accompagnate anche con una forma di ristrutturazione che nella maggior parte dei casi consiste nella riduzione delle filiali.

Il rischio, in questo caso, consiste nell'erronea valutazione della società FinTech acquisita, quindi sarà necessario un metodo di valutazione molto scrupoloso.

La quarta strategia consente di evitare il rischio di implementare tecnologie *in-house*. Le banche, però, non fanno ampio uso all'outsourcing perché sono restie a condividere le loro risorse e il loro patrimonio informativo con i fornitori e perché l'esternalizzazione potrebbe comportare un'eccessiva dipendenza da essi.

Alcuni intermediari ricorrono, in alternativa, al *licensing*, che consiste nell'acquisto di licenze d'uso o brevetti da una società FinTech per l'utilizzo di una determinata tecnologia.

2.5 Il caso italiano

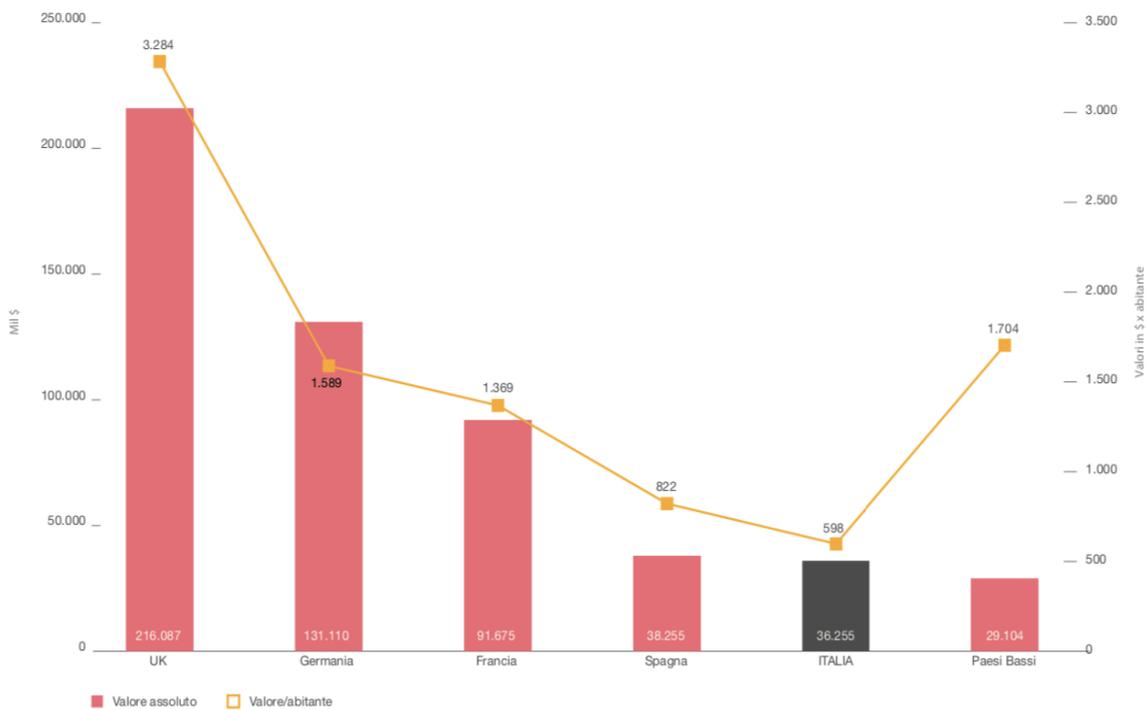
Nel FinTech un ruolo importante, oltre agli Stati Uniti, è giocato dai giganti cinesi e dalla zona geografica Asia-Pacifico. L'Europa, pur rimanendo a livelli inferiori, sta guadagnando posizioni.

L'interesse verso i servizi FinTech nei principali paesi europei è principalmente focalizzato sul trasferimento di denaro e sui pagamenti.

Il Regno Unito sta guidando l'ondata FinTech in Europa mentre altri paesi stanno iniziando a sviluppare e integrare servizi FinTech. Germania e Francia seguono il Regno Unito con l'Italia che si posiziona su livelli molto più bassi e vicini a quelli realizzati dalla Spagna.

Le transazioni FinTech, come vediamo nella figura 2.14, sono rispettivamente di 216 miliardi di dollari in UK, 130 miliardi in Germania, 92 miliardi in Francia e solo 38 miliardi in Italia.

Figura 2.14: Volume delle transazioni FinTech nei principali Paesi europei - valori 2018.



Fonte: STATISTA, "FinTech in Italy, 2018".

Le soluzioni FinTech in Europa hanno un tasso di adozione particolarmente elevato tra i millennials; le persone più ricche (quelle nel quartile di reddito più alto) registrano un tasso medio di adozione di FinTech del 70%, mentre il quartile più basso si ferma al 54%. Ciò dimostra che persiste la sensazione generale che strumenti finanziari innovativi e digitalizzati comportino rischi e mancanza di sicurezza. Tuttavia, le persone con notevoli risorse finanziarie possono essere più inclini a utilizzare le soluzioni FinTech rispetto alle persone con redditi da moderati a bassi.

Il motivo predominante per l'adozione di soluzioni digitali e tecnologiche secondo gli europei è l'attrattività degli operatori FinTech dal punto di vista delle tariffe.

Le FinTech, infatti, godono della mancanza di infrastrutture legacy e dei costi associati. Pertanto, possono costruire i loro modelli di business su framework snelli, senza la necessità di sovraccaricare i loro clienti per rifinanziarli.

Eppure, le soluzioni digitali e il ruolo degli operatori FinTech sono ancora accolti con scetticismo da alcuni, mentre gli incumbent mantengono il loro ruolo centrale rispetto

ai servizi finanziari. In media il 60% degli intervistati preferirebbe affidarsi alla propria banca o compagnia assicurativa esistente per l'acquisto di nuovi prodotti finanziari o polizze, mentre solo il 4% si affiderebbe a FinTech. Tale preferenza poggia sul concetto di sicurezza: infatti, una media del 63% degli intervistati afferma di preoccuparsi della sicurezza dei propri dati personali quando tratta, tra l'altro, con le società online.

Gli investimenti sostenuti da Venture Capital, CVC, Private Equity e Business Angels nelle FinTech europee hanno registrato una crescita eccezionale nel 2019 rispetto agli anni precedenti. In effetti, i finanziamenti sono passati da 3 miliardi di dollari nel 2017 a 6,5 miliardi di dollari nel 2019, con un aumento di circa il 116%⁴⁵.

Nonostante abbia una dimensione inferiore rispetto ad altri paesi europei, l'industria FinTech in Italia è in rapida crescita. Aumenta, infatti, l'interesse per i servizi finanziari innovativi, soprattutto per i clienti al dettaglio. L'epidemia di Covid-19 ha sicuramente dato, anche nel nostro Paese, una spinta decisiva alla digitalizzazione e all'automazione dei servizi finanziari, che sta diventando una necessità sempre più attuale, come dimostra il 12% in più di utenti italiani che usufruiscono dell'Open Banking. Si sa, l'utente italiano non è così propenso (per non dire che è contrario) al cambiamento e a modificare le proprie abitudini, soprattutto quando si parla di soldi.

Infatti, era ancora molto legato ai rapporti e all'idea di recarsi in filiale piuttosto che eseguire direttamente il bonifico da casa. In un territorio caratterizzato dalla capillarità delle filiali, la maggior parte dei clienti ha preferito, nel tempo, la piccola banca di paese anziché il grande gruppo perché convinti che potesse soddisfare meglio i bisogni del singolo e della piccola impresa.

L'ecosistema FinTech italiano è eterogeneo, di piccole dimensioni ma ad alto potenziale e negli ultimi anni ha sviluppato una serie di iniziative e incentivi per promuovere la crescita della comunità FinTech.

Poiché la tecnologia continua a svolgere un ruolo dominante nei servizi finanziari, alimentata dalla crescita di un'economia senza contanti e dalla trasformazione digitale, la capacità di fornire una strategia commerciale rapida, trasparente ed efficiente attraverso componenti tecnologiche è diventata essenziale anche per gli attori

⁴⁵ Fonte dati: "FinTech waves – Italian FinTech Ecosystem 2020", EY FinTech District.

tradizionali. Le startup FinTech hanno trovato terreno fertile quando la domanda di servizi finanziari di facile accesso è cresciuta tra i consumatori.

Questo per le loro caratteristiche, come agilità ed efficienza, che consentono loro di offrire servizi in cambio di compensi inesistenti o contenuti.

Sebbene gli investimenti nell'ecosistema FinTech italiano siano ancora in ritardo rispetto ad altri ambienti europei e globali, tale divario ha iniziato a ridursi negli ultimi anni.

Nel 2019 sono stati raccolti circa 261 milioni di euro dalle startup FinTech italiane (circa cinque volte superiore a quanto osservato nel 2017). Questo sottolinea un notevole miglioramento sia della capacità delle società FinTech di attrarre capitali attraverso modelli di business convincenti, sia nella crescente attenzione degli investitori verso l'Italia. Infatti, le spese per investimenti in tecnologie innovative ammonteranno a circa 530 milioni⁴⁶ di euro nel biennio 2021-2022.

Entrando a fondo nelle tendenze FinTech italiane (fig. 2.15), è possibile accertare che il 51% delle startup offre servizi bancari, il 23% estende i servizi di investimento, il 17% fornisce soluzioni di marketing, big data, sicurezza e altri servizi e il 9% fornisce servizi assicurativi. Il 72% dei finanziamenti ricevuti da società di venture capital e altri investitori va al settore dei servizi bancari, distribuiti tra prestiti e finanziamenti, pagamenti e startup di conti bancari.

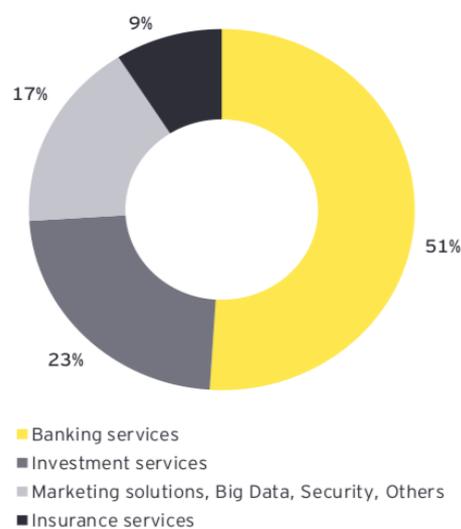


Figura 2.15: Italian FinTech trends.
Fonte: Osservatorio Fintech & Insurtech, Politecnico di Milano: l'Italia spiega le vele, 2018.

⁴⁶ Fonte dati: INDAGINE FINTECH NEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO, BANCA D'ITALIA, novembre 2021.

Il settore bancario in Italia è in una fase di razionalizzazione e consolidamento, per lo più creata dalle autorità di regolamentazione.

Le banche puntano ad aumentare le efficienze e i ricavi rinnovando il proprio modello operativo, riducendo l'esposizione di NPL e digitalizzando i processi. Tuttavia, la modernizzazione dei sistemi legacy rimane il primo vincolo nelle attività di trasformazione digitale. I risultati della ricerca dell'Osservatorio FinTech e InsurTech della School of Management del Politecnico di Milano del 2021, hanno evidenziato che il 54% degli italiani utilizza i servizi di pagamento digitale invece di affidarsi alle banche tradizionali e il 44% dei consumatori utilizza le app per il trasferimento di denaro.

Per quanto riguarda i servizi assicurativi, è stato dimostrato che una media del 31% dei consumatori sceglie di acquistare polizze assicurative digitali, il che dimostra che i servizi digitali nel settore assicurativo sono ancora sottosviluppati e sottoutilizzati dai consumatori che continuano a fidarsi degli attori tradizionali.

Banche e assicurazioni si stanno quindi affiancando a nuove realtà innovative, che mostrano un ambiente dinamico di collaborazione tra istituzioni tradizionali e aziende FinTech, per ampliare l'adozione di nuove soluzioni e offrire condizioni più vantaggiose, ritagliate sul singolo e con una rinnovata attenzione all'utente.

Nell'ambito dei piccoli prestiti, il 61% degli italiani continua a rivolgersi alle banche, mentre il 23% è pronto a considerare nuovi prestiti legati alle case automobilistiche e il 32% prestiti legati ai fornitori di gas ed energia elettrica. Questi dati mostrano come, tenendo conto dei diversi attori del settore finanziario, lo scenario italiano si stia ampliando: i consumatori hanno una scelta più ampia tra i vari attori del mercato.

Le PMI, spina dorsale dell'economia italiana, devono essere meglio servite dalle banche facendo leva sulle soluzioni FinTech. È necessario che le imprese e le PMI cambino le proprie abitudini e si muovano verso la strada dell'Open Finance.

Per quanto riguarda gli altri settori in Italia: Cybersecurity e Cyber Insurance stanno catturando l'attenzione potenziata dalla trasformazione digitale; la compliance continuerà a svolgere un ruolo primario nei servizi finanziari, quindi il RegTech avrà un ruolo fondamentale nel processo di digitalizzazione; WealthTech, abilitato dall'IA (intelligenza artificiale), è la rivoluzione nel settore del Wealth and Asset Management come già descritto in precedenza; l'Open Banking deve essere considerato

un'opportunità attiva per le banche e la collaborazione tra FinTech e Istituzioni Finanziarie sarà fondamentale per il reciproco successo.

Coopetizione⁴⁷ è quindi la parola chiave: attori nuovi e tradizionali uniscono le forze, unendo la spinta innovativa dei player emergenti con le reti di livello e il capitale necessario per finanziarla forniti dai player tradizionali.

⁴⁷ TRECCANI, Definizione di coopetizione: “strategia capace di fondere istanze di tipo competitivo e cooperativo”.

CAPITOLO TERZO

La consulenza automatizzata: i ROBO ADVISOR

3.1 Definizione ed evoluzione dei robo advisor

Quando si parla di robo advisor, robo advisory o digital advisor si fa in ogni caso riferimento ad una branca del FinTech che riguarda la consulenza automatizzata. Questo perché nel settore finanziario i robo advisor sono delle piattaforme online che forniscono servizi di consulenza finanziaria utilizzando algoritmi e formule all'avanguardia, migliorati dall'IA, e con un intervento umano minimo o nullo.

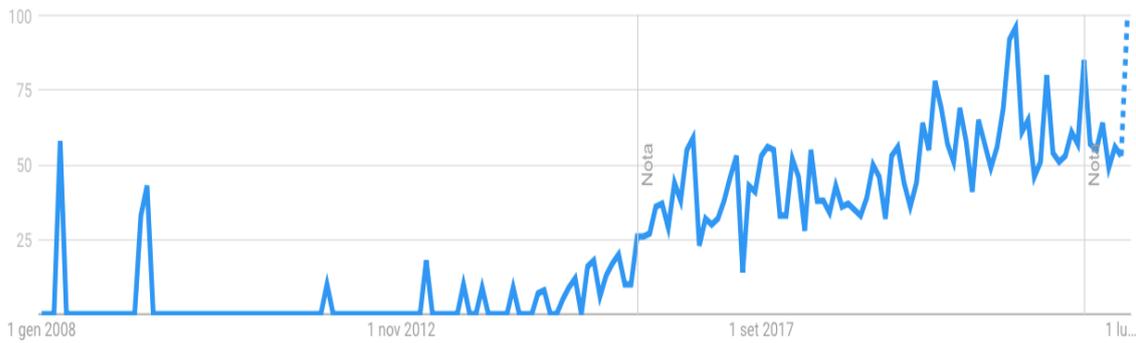
L'obiettivo di questo servizio è quello di colmare il cosiddetto *advice gap*, ovvero quello di ampliare il numero di soggetti che possono accedere al servizio di consulenza, spesso ad appannaggio della clientela private. L'ampia fascia di investitori "*underserved*", infatti, non riesce ad accedere a tale servizio a causa del patrimonio troppo esiguo o perché la loro disponibilità a pagare è inferiore al prezzo d'offerta. Come vedremo successivamente, i costi più contenuti dei robo advisor potrebbero rendere, per questi investitori, il servizio molto più attrattivo, a patto che siano disposti a investire tramite una piattaforma online. Difatti, la proposizione commerciale verso i clienti è chiaramente incentrata sulla diminuzione dei costi e su una maggiore trasparenza.

I robo advisor nascono e si affermano sul mercato appena dopo la crisi finanziaria del 2008 quando, in un momento in cui i tassi di interesse erano ai minimi storici, tutti erano alla ricerca di gestori con commissioni più basse.

Le società di consulenza automatizzata, da quel momento, hanno sperimentato elevati tassi di crescita e hanno attirato l'attenzione di diversi soggetti: primi tra questi gli investitori poco inclini ad avere un consulente finanziario umano, poi le società di venture capital nel ruolo di finanziatori di startup che si occupano di consulenza virtuale, fino ad arrivare alle grandi banche.

L'interesse generato da questi operatori si vede anche osservando il grafico che indica l'interesse di ricerca del termine "Roboadvisor" nel web in tutto il mondo dal 2008 ad oggi.

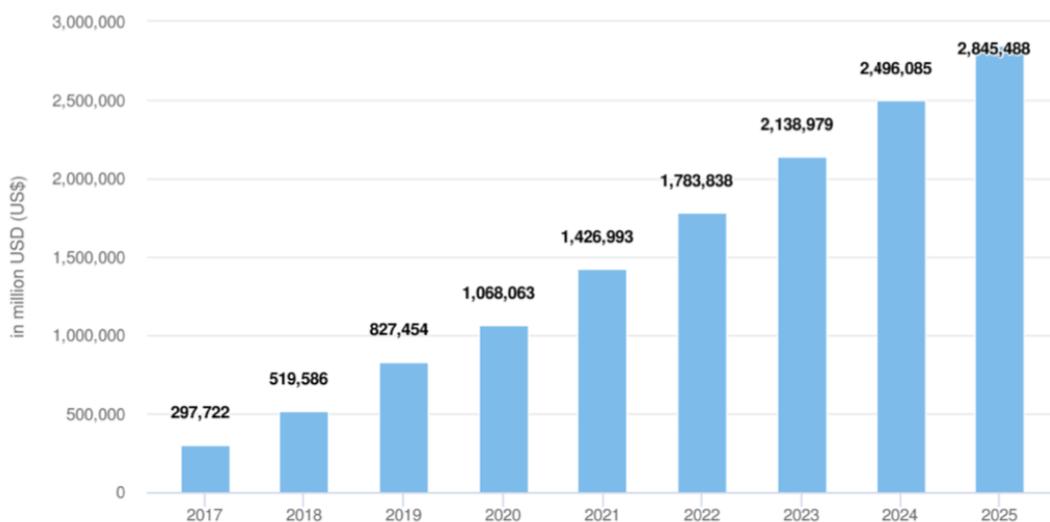
Figura 3.1: Popolarità del termine roboadvisor nel web, periodo gennaio 2008-luglio 2022.



Fonte: Google Trends.

Nel mondo della consulenza finanziaria, gli *asset under management*, o AuM, sono una metrica chiave. Nel 2022 si prevede che le masse complessivamente gestite (AuM) da robo advisor raggiungeranno, a livello globale, 1.660 miliardi di dollari (poco distante dalla previsione fatta da Statista nel giugno del 2021, fig. 3.2). Le attività in gestione dovrebbero mostrare (dati Statista) un tasso di crescita annuale del 14,19% con un importo totale previsto di circa 2.850 miliardi di dollari entro il 2025. Le statistiche indicano anche un incremento del numero degli utenti che utilizzerà i servizi dei robo advisor che raggiungerà i 147 milioni entro il 2023 (11 volte di più del 2017).

Figura 3.2: Robo advisor: asset under management in million USD (US\$).



Fonte: Statista, <https://www.statista.com>

L'analisi geografica dell'industria dei robo advisor mostra come, essendo stato anche il primo paese a presentare i consulenti automatizzati, gli Stati Uniti sono di gran lunga il mercato più grande per i consulenti robo con il 75% della quota di mercato globale. Seguono Cina, Giappone, Regno Unito, Italia e Francia.

I primi robo-advisor, Betterment e Wealthfront, sono stati fondati nel 2008 e hanno iniziato a offrire i loro servizi ai clienti nel 2010. Entrambe le società gestiscono, ad oggi, oltre 20 miliardi di dollari di asset dei clienti e sono i più grandi robo-advisor indipendenti a livello globale. Con oltre 200 robo-consulenti, gli Stati Uniti sono il chiaro leader del settore.

Anche in Europa, seppur con qualche ritardo rispetto agli Stati Uniti, si è notata un'importante diffusione di robo-advisor. Regno Unito e Italia sono in testa se si guarda il valore degli *asset under management*, la Germania supera gli altri per numero di aziende.

In Italia il monopolio è detenuto da Moneyfarm, seguito da Tinaba, Gimme5, Online Sim, Euclidean e Yellow Advice promosso da CheBanca! (gruppo Mediobanca)⁴⁸.

3.2 Funzionamento

Un tipico processo di consulenza automatizzata può essere suddiviso in 3 fasi:

- profilazione del cliente;
- asset allocation;
- monitoraggio e ribilanciamento.

3.2.1 Profilazione del cliente e costruzione del portafoglio

La prima fase è quindi la **profilazione** del cliente che, come le fondamenta di una casa, rappresenta la fase cruciale e su cui poggia tutto il percorso di gestione patrimoniale. Tradizionalmente la profilazione del cliente avviene tramite un'intervista/chiacchierata con il cliente che viene affiancato e guidato nella compilazione del questionario dal suo consulente di fiducia. Il processo di robo advisory inizia, al contrario, con la compilazione di un questionario online a cui i clienti devono rispondere in maniera veritiera, preceduto dalla creazione di un account nella piattaforma. È composto da una

⁴⁸ <https://www.rankia.it>, "I migliori Robo Advisor in Italia", maggio 2022.

quindicina di domande che riguardano l'età, il reddito, gli obiettivi di investimento del consumatore, la tolleranza al rischio, il periodo di investimento e le sue attuali risorse finanziarie. Una volta che queste informazioni sono state raccolte, vengono immesse nell' algoritmo proprietario del robo-advisor, che quindi fornisce un'asset allocation consigliata e uno o più consigli di investimento. I clienti con obiettivi di investimento e profili di rischio simili generalmente ricevono la stessa consulenza e possono detenere sostanzialmente gli stessi investimenti nei loro conti.

Come possiamo vedere nella figura 3.3, prendendo come esempio Moneyfarm (piattaforma italiana), le domande riguardano anche le conoscenze dei clienti circa il mondo degli investimenti, oltre alla loro condizione economico-finanziaria.

Figura 3.3: Questionario di profilazione Moneyfarm.

Qual è la tua fonte di reddito principale?

- Pensione
- Lavoro dipendente
- Rendita
- Lavoro autonomo

Qual è il tuo reddito annuo netto?

€

Inserisci un valore approssimativo

Quanto risparmi al mese?

€

Inserisci un valore approssimativo

A quanto ammonta il tuo patrimonio (esclusa la prima casa)?

€

Inserisci un valore approssimativo

Qual è il tuo principale obiettivo di investimento?

- Una qualsiasi evenienza
- Protezione dall'inflazione
- Accrescere il patrimonio
- Integrare la pensione

Reputo gli ETF un ottimo modo per diversificare gli investimenti, riducendo il rischio

Totalmente in disaccordo Totalmente d'accordo

Ho fatto più investimenti in ETF o in altri prodotti finanziari negli ultimi anni.

Totalmente in disaccordo Totalmente d'accordo

Faccio frequenti acquisti o vendite di prodotti finanziari come ETF, fondi comuni, azioni o obbligazioni.

Totalmente in disaccordo Totalmente d'accordo

Alcuni ETF denominati in Euro hanno componenti con valute diverse dall'Euro il cui valore varierà anche in base al cambio.

Totalmente in disaccordo Totalmente d'accordo

Qual è il tuo livello di istruzione?

- Diploma superiore
- Laurea
- Laurea in discipline economico-finanziarie
- Altro

Rischiare non mi spaventa ed è l'unico modo per avere nuove opportunità.

Totalmente in disaccordo Totalmente d'accordo

Per limitare le perdite investo solo in prodotti sicuri, il rendimento lo ritengo secondario.

Totalmente in disaccordo Totalmente d'accordo

In caso di andamento negativo del mercato sono disposto a sopportare perdite anche importanti.

Totalmente in disaccordo Totalmente d'accordo

In caso di perdite tendo a disinvestire immediatamente.

Totalmente in disaccordo Totalmente d'accordo

Ogni investimento che faccio mi genera stress e controllo l'andamento giornalmente.

Totalmente in disaccordo Totalmente d'accordo

Fonte: Moneyfarm.

Alla fine della compilazione, la piattaforma, prendendo ad esempio sempre Moneyfarm, calcola un *risk appetite* tra 1 e 7 assegnando il relativo profilo di rischio. Per valori di 1 e 2 il cliente rientra nella categoria degli investitori "prudenti", con una tolleranza alle perdite bassa (massimo 5% all'anno); per valori tra 3 e 4 assume il profilo di cliente "moderato", con tolleranza moderata e una capacità di sostenere perdite tra il 6 e il 15% annuo; per i valori compresi tra 5 e 6 rientra nel profilo "dynamic", con una tolleranza

elevata e una capacità di sostenere perdite tra il 16 e il 25%; un cliente che ottiene un valore di 7 si può definire “aggressivo”, con una tolleranza molto elevata che permette di sostenere perdite superiori al 25% l’anno. Una volta assegnato il profilo di rischio del cliente-investitore, la strategia di investimento continua con l’identificazione di un’ampia gamma di **asset class** non correlati e adeguati al profilo di rischio del cliente dai quali si procederà poi alla selezione degli ETF d’interesse.

“Una asset class è una categoria di strumenti finanziari che tendono ad avere reazioni analoghe in diverse condizioni di mercato e che ottemperano alle stesse regole e regolamentazioni”⁴⁹. Vi sono diverse teorie di pensiero riguardo alla classificazione delle asset class. C’è chi distingue solo 4 classi (azioni, obbligazioni, liquidità e materie prime) e chi invece fa una distinzione più completa ed esaustiva⁵⁰ (meglio optare per una classificazione che sia abbastanza articolata per essere efficiente).

Sia la profilatura sia l’asset allocation sono completamente automatizzate.

Figura 3.4: composizione di portafoglio con profilo di rischio pari a 3.



1. Cash e bond governativi a breve 9%
2. Bond governativi paesi sviluppati 18,5%
3. Inflazione 13%
4. Bond societari Investment grade 10,5%
5. Bond societari HY & bond gov. EM 16,2%
6. Azionari paesi sviluppati 26,8%
7. Materie prime e real estate 4%
8. Liquidità 2%

⁴⁹ <https://www.ubp.com>, definizione di asset class.

⁵⁰ Per esempio: liquidità, bond governativi a breve termine, bond governativi paesi sviluppati, bond legati all’inflazione, bond societari investment grade, bond societari high yield, azionario paesi sviluppati, azionario dei paesi emergenti, materie prime.

Fonte: Moneyfarm.

Per ogni tipo di asset class si procede poi alla selezione degli ETF che sono i principali strumenti di investimento utilizzati dai robo advisor.

Gli **Exchange Traded Funds (ETF)** sono strumenti finanziari definibili come fondi quotati sul mercato finalizzati a “riprodurre” fedelmente la composizione di indici o panieri, sia in termini di titoli utilizzati, sia in termini di “peso” dei singoli titoli, in modo da ottenere performance simili a quelle dell’indice stesso. Gli ETF rappresentano un tipico caso di strategia “passiva”, ovvero che non punta a “battere” il mercato, e offrono la possibilità di investire in un indice (globale, settoriale, regionale) attraverso un’unica operazione di acquisto o di vendita, senza dover effettuare operazioni di compravendita sui singoli titoli. Sono facilmente negoziabili, e di conseguenza anche i costi di gestione sono estremamente bassi. A differenza dei normali fondi comuni non sono presenti commissioni di entrata, di uscita e di performance.

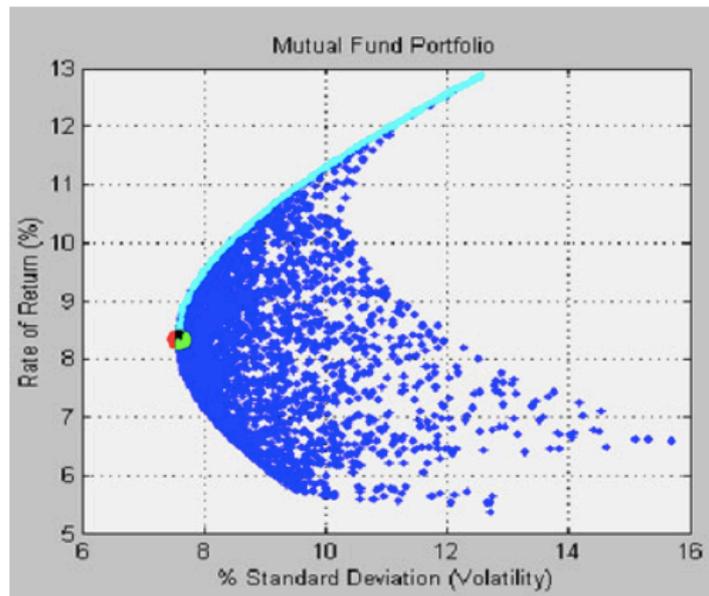
I robo advisor hanno quindi sfruttato la corsa agli investimenti a basso costo utilizzando ETF che replicano ampi benchmark di mercato ed eliminando, di fatto, l’intervento umano nel processo di selezione del portafoglio.

Nella selezione dell’ampia gamma di ETF investibili, solitamente i robo advisor escludono innanzitutto gli ETF *leveraged* (che hanno l’obiettivo di rendere 2 o 3 volte il proprio benchmark utilizzando strumenti derivati ed il debito) e gli ETF che non sono abbastanza diversificati o che forniscono troppa poca copertura: questo approccio si chiama *top-down*. Successivamente vengono scartati quelli che sono stati creati troppo recentemente e quelli con scarsa liquidità.

Per individuare gli ETF specifici che faranno parte dell’asset allocation, la maggior parte dei robo advisor utilizza la teoria di portafoglio di Markowitz (1952) basata sul criterio media-varianza, la quale è volta a massimizzare il valore atteso (rendimento) e a minimizzare la varianza (misura del rischio).

Il modello permette di individuare per ogni livello di rendimento quel portafoglio che presenta il minor rischio e per ogni grado di rischio il portafoglio con il maggior rendimento. Graficamente, grazie al modello di Markowitz, è possibile tracciare la c.d. frontiera efficiente (in azzurro nella figura 3.5), cioè una curva di forma concava che unisce tutti questi portafogli ottimi.

Figura 3.5: frontiera efficiente nel modello di Markowitz.



Fonte: <https://www.money.it/Teoria-di-Markowitz>.

3.2.2 Ribilanciamento e ottimizzazione fiscale

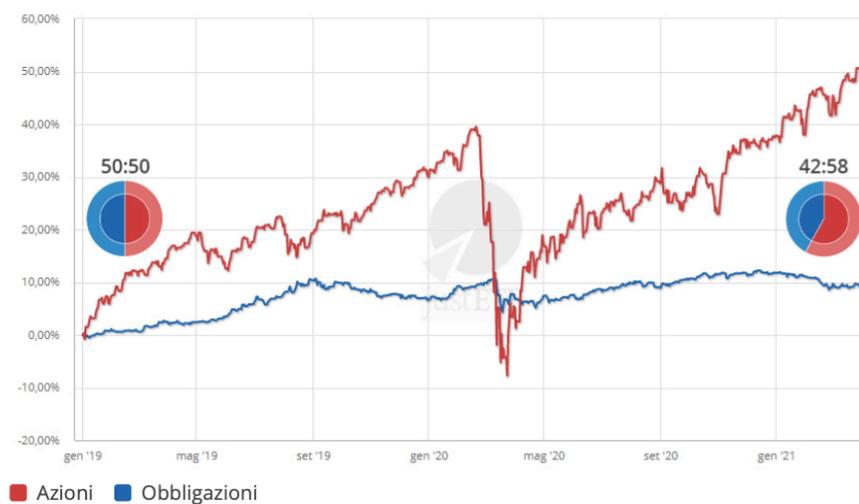
Successivamente, al fine di evitare che il rischio complessivo del portafoglio aumenti e al fine di incrementare il guadagno nei momenti in cui si verificano delle variazioni dei prezzi, un passaggio fondamentale nei servizi di robo advisory è il **monitoraggio e il ribilanciamento** del portafoglio. È un'attività che deve essere fatta "nel continuo" e viene spesso definita come asset allocation tattica. Ribilanciare il portafoglio consiste nell'aggiustare i pesi delle diverse asset class al suo interno con l'obiettivo di mantenere l'asset allocation corretta, vale a dire coerente con il profilo dell'investitore e con il livello di rischio che è in grado di sopportare. È importante sottolineare però che un eccessivo monitoraggio può portare l'investitore a movimentare troppo spesso il portafoglio, con il conseguente aumento dei costi di transazione e con la perdita di cognizione della reale performance del portafoglio, che deve essere valutata in base all'orizzonte temporale e alla scadenza finale e non in base a informazioni di breve periodo che possono rivelarsi fuorvianti.

Supponiamo, banalmente e a titolo di esempio, che il signor Rossi 2 anni fa abbia definito, per investire 100.000 euro, la seguente ripartizione per raggiungere i suoi obiettivi: 50% azionario e 50% obbligazionario.

Immaginando che oggi la componente azionaria valga 76.000 euro (performance del 52%) e la componente obbligazionaria 54.500 euro (performance del 9%), il valore del portafoglio sale a 130.500 euro. Di conseguenza oggi la componente azionaria pesa circa il 58%, e non più il 50, e quella obbligazionaria è scesa al 42%.

Il risultato è che non è più un'asset allocation coerente con le caratteristiche del signor Rossi e occorrerà ribilanciare scegliendo di riallocare una parte dell'investimento in azioni che hanno performato bene, in obbligazioni.

Figura 3.6: modifica dell'asset allocation di un portafoglio campione 50:50.



Fonte: ricerca di justETF.

Le strategie di ribilanciamento che si possono adottare possono essere quelle “a tempo” o “a soglia”, nonché una combinazione delle due.

Le strategie che si basano sul tempo provvedono a riequilibrare il portafoglio regolarmente, con cadenza settimanale, mensile, trimestrale, annuale ecc. Essendo però un ribilanciamento che avviene secondo una determinata cadenza, durante questi intervalli non si tiene conto del momento preciso in cui si verificano delle fluttuazioni che possono esporre il portafoglio a situazioni di momentanea difficoltà.

Le strategie che si basano sulle soglie ribilanciano i portafogli soltanto nel momento in cui si discostano da una certa percentuale predeterminata dagli obiettivi prefissati. I robo advisor utilizzano questa seconda strategia per ribilanciare i portafogli dei loro clienti. Se il valore di soglia impostato, che fa scattare l'*alert*, è particolarmente basso il numero di volte in cui si deve intervenire aumenta in maniera significativa. Di solito,

viene impostata una soglia massima tollerata del 3-5% e si ribilancia il portafoglio almeno una volta all'anno. Ovviamente, si dovrà intervenire nel caso di eventi, come per esempio il Covid-19, che causano importanti fluttuazioni di mercato e una sostanziale deviazione dell'asset allocation target o nel momento in cui cambiano le preferenze di investimento o gli obiettivi dell'investitore.

Un altro fattore determinante per il ribilanciamento del portafoglio e l'asset allocation è la c.d. *tax loss harvesting*, in italiano ottimizzazione fiscale o raccolta delle perdite fiscali. Non tutti i provider offrono questa possibilità. Come funziona? Sostanzialmente, nel momento in cui si verifica un *capital gain*, l'imposta applicata, per esempio in Italia, sarebbe del 26%. Al momento della vendita di un asset che ha realizzato degli utili, per non erodere in maniera significativa il guadagno ottenuto, l'algoritmo cerca e vende un secondo strumento finanziario all'interno del portafoglio, che sia in perdita. In questo modo l'utile realizzato viene compensato dalla perdita e si riducono le imposte sugli utili da capitale. Il secondo strumento, rappresentando un'asset class che deve necessariamente rimanere rappresentata all'interno del portafoglio, viene immediatamente sostituito con un altro ETF simile.

Un altro aspetto fondamentale è la differenza di tassazione su operazioni speculative nel breve (< 1 anno) e nel lungo termine (> 1 anno). Nel primo caso sono superiori, quindi solo gli investitori che hanno un obiettivo a lungo termine possono beneficiare di questo meccanismo. L'esempio che segue (figura 3.7) dovrebbe aiutare nella comprensione. L'investitore Bianchi ha a disposizione 200.000 euro e un orizzonte temporale di 5 anni, le plusvalenze sono tassate al 25% se di breve periodo e al 15% se di lungo periodo. Bianchi può scegliere tra 3 ETF che per semplicità chiameremo A, B, C.

Figura 3.7: esempio ottimizzazione fiscale con ETF.

Tempo	t0	t1	t2	t3	t4	t5
ETF A	100.000 €	107.000 €				
capital gain		7.000 €				
ETF B	100.000 €	93.000 €				
capital gain		-7.000 €				
ETF C		93.000 €	97.000 €	103.000 €	115.000 €	130.000 €
capital gain						37.000 €

totale capital gain	37.000 €
tassazione 15%	5.550 €

Fonte: elaborazione personale sulla base di FinTech Innovation: From Robo-Advisors to Goal Based Investing and Gamification, Paolo Sironi, 2016.

Dopo un anno, l'utile conseguito grazie all'ETF A viene compensato dalle perdite conseguite dall'ETF B e così facendo non si devono pagare le imposte del 25% sui 7.000 €. L'ETF B, come spiegato in precedenza, rappresentando un'asset class che deve rimanere rappresentata nel portafoglio, viene sostituito dall'ETF C, che viene mantenuto fino alla fine del quinto anno. Viene quindi conteggiata una tassazione del 15% sul capital gain totale alla fine del quinto anno, che ammonta a 5.550 €. Senza compensazione, al contrario, si sarebbero pagate imposte per 1.750 € alla fine del primo anno e 4.500 € alla fine del quinto, per un totale di 6.250 €.

3.3 Tipologie di Robo advisor

In base al tipo e al grado di automazione e al target di clientela, si possono individuare 3 modelli diversi di robo advisor: *robo for advisor*, *robo advisor ibridi*, *robo advisor puri*.

Robo for advisor: sono delle piattaforme sviluppate in modo che gli algoritmi e i software siano a supporto del consulente, al fine di apportare un miglioramento nella relazione con il cliente. Questa automazione può riguardare una o più fasi del servizio di investimento, come la raccolta di informazioni o l'elaborazione delle stesse ai fini della valutazione di adeguatezza, il ribilanciamento del portafoglio o la proposta automatica

di nuovi prodotti che il consulente andrà a proporre a sua volta alla clientela, sempre nel rispetto del livello di rischio di ciascuno.

Così facendo, il consulente riuscirà a gestire un maggior numero di clienti, diminuendo il costo del servizio. Per esempio, nel caso in cui ci siano delle previsioni negative su una determinata asset class, il robo for advisor lo comunicherà al consulente, indicandogli anche quali sono i clienti che detengono quell'asset class in portafoglio, proponendo anche un ribilanciamento o un investimento alternativo, sempre in base alle esigenze del cliente. Di fatto, grazie a questo meccanismo aumenta molto l'efficienza del processo di consulenza, anche a livello di tempo, senza però modificare in maniera significativa la *customer experience* che si baserà comunque su un rapporto "face to face" con il proprio consulente.

Robo advisor ibrido: la piattaforma combina e/o alterna il consulente umano e l'elemento digitale. In questo caso l'automazione copre tutte le diverse fasi del processo di consulenza e gestione del portafoglio, ma se l'investitore lo richiede, è consentito l'intervento del consulente. Questo si verifica soprattutto nei periodi di particolare incertezza o quando il cliente ha bisogno di chiarimenti o di un colloquio interpersonale. Praticamente, questi robo advisor ibridi si caratterizzano per il fatto che il servizio diviene quasi completamente digitale. Il cliente, infatti, si relaziona fin da subito con "la parte robot" della piattaforma, spesso rappresentata da *chatbot*, ovvero software che simulano le normali conversazioni "botta e risposta" che possono avvenire con un consulente umano e rispondono alle domande dei clienti. In questo modello il contatto tra cliente e consulente rimane comunque molto limitato.

Robo advisor puro: il processo di consulenza è completamente automatizzato in tutte le sue fasi e di conseguenza non è previsto alcun tipo di contatto tra il cliente e il consulente. Questo rapporto è sostituito totalmente dal software online. Ne deriva il fatto che questo tipo di modello presenta i costi più bassi che si possono trovare sul mercato. Betterment, Wealthfront e Nutmeg, che sono alcuni dei principali player del mercato, adottano questo modello.

Tali tipologie di robo advisor sono state elencate in ordine crescente a seconda del grado di automazione. Negli ultimi due casi, il servizio si qualifica come B2C (*business to consumer*) in quanto è diretto all'investitore finale. Nel primo caso, invece, ponendo l'automazione a supporto del consulente, il modello si qualifica come B2B (*business to business*).

Un'ulteriore classificazione può essere fatta se si tiene conto dell'eventuale appartenenza a un gruppo finanziario già esistente e attivo nei servizi di investimento, o meno. Ci sono quindi due macrocategorie di provider: start-up stand alone che essendo autorità indipendenti hanno il massimo livello di autonomia, e robo advisor di matrice bancaria, in cui siccome cresce il grado di integrazione con l'intermediario bancario, il livello di indipendenza si riduce. In questo ultimo caso, se sono pienamente integrati con la banca, i servizi di consulenza automatizzata non fanno altro che incrementare la gamma di servizi che vengono già offerti dalla banca stessa.

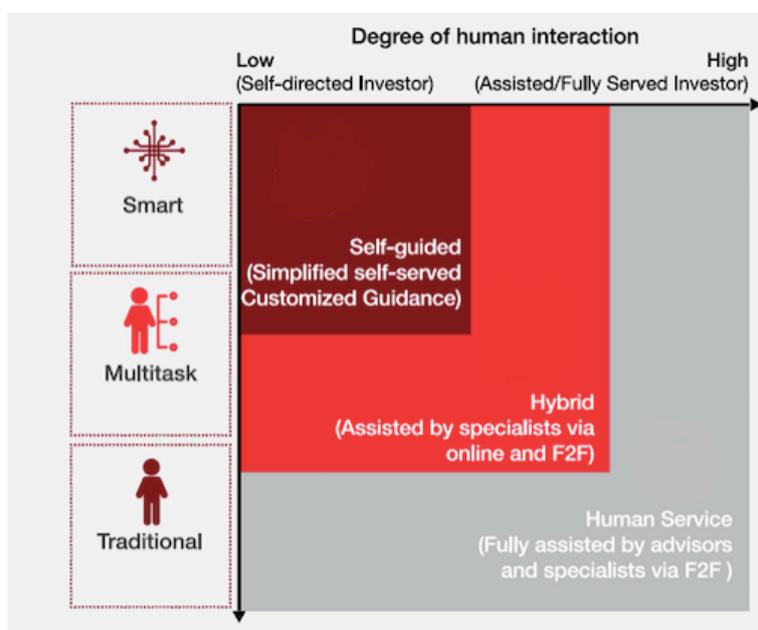
Il grado di utilizzo dei modelli di consulenza permette di individuare tre profili di clientela target, anche perché "no one-solution-fits-all in advisory".

Clients smart: il modello migliore per loro è quello dei robo advisor puri perché sono clienti che cercano un servizio self-service digitalizzato e semplice da usare. Sono clienti che preferiscono investire per conto proprio su un'ampia gamma di asset class e prodotti con soluzioni innovative come i robo advisor, senza i consigli di un consulente.

Clients multitask: sono clienti che non si sentono del tutto a proprio agio a investire da soli, senza il supporto del consulente fisico ma, nonostante siano soddisfatti dell'offerta tradizionale, sono comunque propensi anche a sperimentare una modalità diversa tramite le interfacce digitali che caratterizzano i robo advisor. Di conseguenza il modello migliore per loro è quello ibrido.

Clients tradizionali: rientrano in questa categoria coloro che si sentono a disagio nell'investire in autonomia e cercano solamente servizi di investimento faccia a faccia. Si aspettano un rapporto molto stretto con il loro consulente di fiducia che li rassicura e consiglia loro i migliori prodotti. Per questo tipo di clienti è ancora fondamentale un consulente "reale" in carne ed ossa, ma questo non esclude l'utilizzo di un modello robo for advisor, pensato per supportare il consulente e non il cliente.

Figura 3.8: profili di clientela target.



Fonte: analisi Pwc 2016.

3.3.1 Player del mercato

Come sappiamo, i robo advisor da quando hanno debuttato più di un decennio fa hanno preso d'assalto il mondo degli investimenti. Sebbene abbiano iniziato principalmente come gestori di portafoglio automatizzati, nel tempo si sono evoluti per fornire un set di servizi aggiuntivi che rappresentano un vantaggio, come l'accesso ai consulenti finanziari umani, la raccolta delle perdite fiscali e la gestione della liquidità. Oggi ci sono un gran numero di piattaforme disponibili ed è difficile dire quale sia il miglior robo advisor per i clienti. Si sono quindi elencati i primi 5 robo advisor sulla base della quantità di clienti che gestiscono o gli asset in gestione (AUM). Non sempre il più grande è anche il migliore, ma sono tutte piattaforme con una comprovata esperienza nel settore e sono cresciute nel tempo.

I dati provengono dal modulo ADV di ciascuna azienda depositato di recente presso la Securities and Exchange Commission (SEC). Si tratta di un modulo che specifica gli AUM, lo stile di investimento e i principali funzionari della società di consulenza, il quale deve essere aggiornato annualmente e presentato obbligatoriamente alla SEC.

1° Vanguard Robo Advisors

- AUM: 206.6 miliardi di \$⁵¹
- Clienti individuali: 1 milione e 100.000

Dato il riconoscimento diffuso del suo nome e l'enorme AUM aziendale a livello globale, non sorprende che Vanguard sia un peso massimo anche nel mondo dei robo advisor. Vanguard offre due robo advisor, una piattaforma robotica pura chiamata Vanguard Digital Advisor, e l'ibrido Personal Advisor Services che offre portafogli automatizzati e accesso a consulenti umani. Entrambi hanno dei minimi di investimento più elevati rispetto, ad esempio, a Betterment o Wealthfront.

Digital Advisor addebita una commissione pari allo 0,15% dell'AUM di un cliente con un investimento minimo di 3.000 \$; Personal Advisor Services applica una commissione dello 0,30%, che è inferiore a molti concorrenti ibridi, e richiede un investimento di 50.000 \$.

2° Schwab Intelligent Portfolios

- AUM: 65 miliardi di \$
- Clienti individuali: 262.000

Charles Schwab, colosso finanziario americano, offre anch'esso due opzioni di investimento automatizzate. Schwab Intelligent Portfolio offre una gestione degli investimenti senza commissioni, mentre la versione Premium permette l'accesso a consulenti finanziari certificati (CFP) pagando una quota di abbonamento mensile.

Il primo richiede ai clienti almeno 5.000 \$ per iniziare, mentre la versione Premium alza l'asticella a 25.000 \$. Nella versione "base" i clienti non pagano alcuna commissione di gestione a Schwab, sebbene la società richieda di tenere almeno il 10% delle proprie attività in liquidità in qualsiasi momento.

L'abbonamento mensile per la versione Premium è di 30 \$ al mese, a prescindere dalla quantità di denaro detenuta nell'account, a cui si aggiunge una commissione di pianificazione di 300 \$ una tantum. Tralasciando la tariffa di pianificazione, la percentuale effettiva di commissioni pagate ovviamente scende man mano che

⁵¹ Dati aggiornati a luglio 2022.

crescono i risparmi del cliente. Anche nella versione Premium è richiesto il mantenimento di una parte in liquidità.

3° Betterment

- AUM: 26.8 miliardi di \$
- Clienti individuali: 615.000

Betterment è stato uno dei primi robo advisor nel mercato. Fornisce un robo advisor puro chiamato Betterment Digital e uno ibrido, Betterment Premium.

I clienti del Digital possono accedere a pacchetti di pianificazione finanziaria a basso costo, à la carte, non hanno un investimento minimo e pagano una commissione di gestione dell'AUM dello 0,25%.

La clientela Premium che può consultare virtualmente, in qualsiasi momento, i consulenti finanziari certificati (CFP), paga una commissione dello 0,40% e necessitano di 100.000 \$ come investimento iniziale.

4° Wealthfront

- AUM: 24.4 miliardi di \$
- Clienti individuali: 307.000

Wealthfront è un altro degli originali robo advisor cosiddetti stand alone e offre una piattaforma esclusivamente digitale. Wealthfront è l'unica startup di robo advisor a offrire 529 account per aiutare il cliente a risparmiare per le spese educative future dei bambini. Wealthfront addebita una commissione dello 0,25% sull'AUM e richiede 500 \$ per iniziare.

5° Personal Capital Advisors

- AUM: 16.1 miliardi di \$
- Clienti individuali: 26.000

Conosciuto per il suo set di strumenti di gestione finanziaria gratuiti, Personal Capital offre anche i servizi del robo advisor ibrido, a pagamento, tramite Personal Capital Advisor. I clienti hanno la possibilità di contattare i consulenti finanziari (CFP) al raggiungimento di determinati saldi di conto (elevati), per i servizi di pianificazione finanziaria. Personal Capital Advisor addebita lo 0,89% dell'AUM e richiede un minimo

di 100.000 \$. Man mano che le risorse crescono, le commissioni diminuiscono e vengono aggiunti più servizi. Nel caso dei livelli più elevati di patrimonio, c'è la possibilità per i clienti di accedere anche a professionisti immobiliari e fiscali.

3.3.2 Vantaggi e criticità

La principale dichiarazione dei robo advisor è quella che l'algoritmo proprietario di ciascuna società consentirà di eliminare l'emozione dal processo di investimento e che garantirà all'investitore dei rendimenti migliori a costi più bassi rispetto ai consulenti tradizionali (ovvero umani). Ovviamente, ogni robo advisor ha i suoi pro e i suoi contro, e non può andare bene per chiunque. Andremo ora ad analizzare alcuni vantaggi e svantaggi di questa nuova soluzione di gestione degli investimenti in continua espansione.

Partiamo dai **punti di forza**.

Low fees: perché qualcuno dovrebbe rivolgersi a piattaforme automatizzate al posto di pagare un essere umano per la consulenza? Semplice: costa meno, è questo il motivo principale che ha portato gli investitori ad adottare questo tipo di soluzione. Grazie alla riduzione della componente umana e all'allocazione in ETF, questi operatori possono applicare delle commissioni significativamente inferiori e battere comunque i gestori attivi.

Nonostante sia complicato avere dei dati certi e affidabili sui consulenti tradizionali, in quanto ce ne sono moltissimi di autorizzati in UE e nel mondo, con specializzazioni e modelli di business diversi, possiamo dire che, in genere, addebitano dall'1 al 2% del patrimonio del cliente in gestione. Questo vuol dire che per un portafoglio di 300.000 € siamo intorno ai 6.000 € all'anno. Per quanto riguarda i robo advisor, per lo stesso portafoglio le commissioni scenderebbero tra i 750 e i 1.500 €. Le percentuali infatti, spesso, vanno dallo 0-0,25% allo 0,5%, il quale viene superato in pochi casi. Ad ogni modo, sia i consulenti tradizionali che i robo advisor applicano delle commissioni che sono inversamente proporzionali alla somma investita: commissioni più basse per conti più consistenti.

In aggiunta a questo, a causa del meccanismo delle retrocessioni delle case di *asset management*, il *pricing* applicato dalle reti fisiche di consulenza finanziaria risulta più

opaco e spesso vengono applicate commissioni legate alle performance o delle commissioni di ingresso.

Il fatto che nelle piattaforme online i costi siano così contenuti fa sì che un maggior numero di persone riesca ad avvicinarsi alla consulenza. Anche i clienti con un patrimonio modesto, che fino ad oggi sono stati esclusi dal mercato del risparmio gestito prevalentemente orientato alla clientela private, grazie all'entrata in scena dei robo advisor possono ricevere consulenza e consigli di investimento.

Se guardiamo infatti due dei principali robo advisor al mondo, rientranti anche nella precedente classifica, ovvero Wealthfront e Betterment vediamo come nel primo caso le commissioni siano dello 0,25%, per la maggior parte dei conti, con una quota minima di investimento di 500 \$ e nel secondo caso le commissioni siano dello 0,25% o dello 0,40% a seconda del piano prescelto, senza una quota minima. Betterment, infatti, è stato definito da Investopedia come il miglior robo advisor per principianti ("*best for beginners*").

Ribilanciamento automatico: la maggior parte dei robo advisor ribilancia automaticamente il portafoglio del cliente in modo che non si allontani dall'asset allocation target. In questo modo il cliente non viene mai abbandonato. I robo advisor possono anche modificare l'asset allocation in base all'età o ad altri fattori. Per esempio, man mano che il cliente si avvicina alla pensione, il robo advisor adatta il portafoglio al suo nuovo profilo, facendolo diventare più difensivo e orientato al reddito piuttosto che aggressivo e orientato alla crescita.

Velocità e accessibilità: le piattaforme di robo advisor sono caratterizzate dall'elevata accessibilità del servizio e dalla focalizzazione sull'*user experience*. I clienti possono accedere ai loro *account* rapidamente, tramite *smartphone* o siti *web* contraddistinti da un'interfaccia semplice e intuitiva. Un altro aspetto positivo è la disponibilità illimitata, "24/7" come direbbero gli inglesi, e la velocità. La creazione di un portafoglio in queste piattaforme richiede non più di 15-20 minuti, gli investitori possono caricare i loro documenti pertinenti online e fornire i dettagli dei loro conti correnti per i trasferimenti. La facilità d'uso e la possibilità di "settare" i propri obiettivi, le scadenze e le proprie esigenze in maniera così veloce è molto apprezzata, soprattutto tra i giovani, che preferiscono la trasmissione di informazioni online piuttosto che avere un confronto diretto con il proprio consulente.

Veniamo ora all'analisi delle **criticità** del servizio di robo advisory.

Andando per ordine, seguendo il processo di consulenza, partiamo dagli evidenti limiti che presenta il questionario per la profilazione del cliente. I questionari online che vengono sottoposti ai clienti sono standardizzati ed eccessivamente semplici e le informazioni richieste non consentono di avere un'*overview* completa sulla situazione del cliente. I consumatori corrono quindi il rischio di ricevere una consulenza in materia di investimenti inadeguata. Questo ovviamente potrebbe succedere anche con un consulente umano, ma mentre quest'ultimo può mitigare questo rischio sondando i consumatori per ulteriori informazioni circa le esigenze o altri fattori importanti, il robo advisor al contrario si basa su una serie veramente discreta di domande per definire il profilo del cliente.

Ne deriva il fatto che il livello di personalizzazione è molto basso e due investitori con obiettivi di risparmio diversi potrebbero trovarsi ad avere lo stesso identico portafoglio. Sempre parlando del *form online*, nel momento della compilazione il cliente non è affiancato da un consulente umano e potrebbe rispondere alle domande in maniera errata per via dei cosiddetti *bias* cognitivi o comportamentali. Ricerche di economia comportamentale, infatti, dimostrano che le persone si comportano spesso in maniera irrazionale quando si auto-valutano e che nel rispondere alle domande possono essere influenzati da percezioni e pregiudizi. Tra gli atteggiamenti tipici degli investitori si citano: l'*overconfidence*, particolarmente pericolosa per i molti risparmiatori che tendono a sovrastimare le proprie capacità di investimento e a sottostimare quelle degli altri; l'ancoraggio, ovvero la consuetudine di ancorarsi, per l'appunto, a dati o informazioni iniziali o ritenute salienti senza metterle in discussione; *confirmation bias* o errore di conferma, consiste nella predisposizione a dare eccessivo peso alle notizie e informazioni che confermano il proprio punto di vista e troppo poco a quelle che lo contraddicono.

Per quanto il grado e il numero di tali distorsioni potrebbe diminuire grazie all'incremento della qualità del questionario, un aumento consistente della lunghezza e del dettaglio dello stesso può dare luogo a un'ulteriore lacuna: il potenziale cliente, di fronte al suo *pc/smartphone* potrebbe facilmente distrarsi e non è possibile valutare se il potenziale cliente è negligente o troppo impaziente per rispondere a un questionario online di questo tipo.

Inoltre, una delle tematiche più importanti che abbiamo di fronte, in questo momento, è quello di aumentare il livello della cultura finanziaria. L'elaborazione appropriata della consulenza passa proprio per la lettura e la comprensione delle domande del *form*, e le possibilità di chiedere chiarimenti da parte del cliente sono veramente limitate. L'alfabetizzazione finanziaria media della popolazione è molto bassa e il rischio che il cliente non sia in grado di comprendere le domande o che risponda in maniera non adeguatamente informata è molto alto.

In particolare, guardando il nostro Paese, vi è un'anomalia derivante dalla poca cultura finanziaria: tanto risparmio e poco investimento. Gli italiani, in particolare, ancora oggi, presentano un problema nella loro asset allocation: più di 1.600 miliardi di euro (anno 2021) della ricchezza finanziaria delle famiglie è parcheggiata sui conti correnti, ed è evidente che questo non è il miglior modo di investire. Lo scenario odierno, caratterizzato dalla presenza di tassi a zero (se non addirittura negativi) sta aiutando a far capire ai clienti che, per esempio, modalità di investimento che fino a non troppo tempo fa erano considerate adatte, come il parcheggio della liquidità sul conto corrente, oggi non lo sono assolutamente.

Figura 3.9: dove sono i soldi delle famiglie italiane.

<i>(milioni di euro)</i>	2019	2020	2021	VARIAZIONE 2019-2021	
Conti correnti e contanti	1.451.953	1.556.491	1.604.950	152.997	10,54%
Bot, btp e altre obbligazioni	268.331	247.625	227.235	-41.096	-15,32%
Azioni	1.013.750	973.963	1.062.790	49.040	4,84%
Fondi comuni	664.239	689.141	752.942	88.703	13,35%
Polizze assicurative	1.116.664	1.185.996	1.206.630	89.966	8,06%
Altro	148.517	146.969	143.232	-5.285	-3,6%
TOTALE	4.663.454	4.800.185	4.997.779	334.325	7,2%

Fonte: la Repubblica, <https://www.repubblica.it>

Continuando con le criticità della robo advisory, oltre a essere limitate le domande che vengono poste al cliente durante la profilazione, lo è anche la gamma di portafogli di investimento predeterminati. Come visto in precedenza, Moneyfarm conta 7 portafogli disponibili e un numero così ristretto di portafogli non può intercettare in pieno le esigenze variegata di tutti gli investitori.

Passiamo poi ad altri tipi di rischio, per esempio quello informatico. D'altra parte, come succede per tutto il fenomeno del FinTech nel suo complesso, anche i robo advisor, basandosi su software e algoritmi, possono essere oggetto di attacchi hacker che richiedono comunque del tempo prima di essere individuati e risolti. Essendo un ambiente altamente automatizzato risulta anche abbastanza arduo individuare l'attore responsabile. A questo aggiungiamo il fatto che, a differenza delle grandi istituzioni finanziarie, spesso le startup FinTech non dispongono di un sistema di cybersecurity adeguato.

Sempre riguardo all'algoritmo, se ci fossero dei malfunzionamenti e questo risultasse difettoso oppure non aggiornato, potrebbe produrre risultati che sistematicamente non sono all'altezza dei rendimenti dell'investimento desiderati, causando dei danni su scala molto più grande rispetto alla consulenza tradizionale. Per esempio, mentre un consulente umano può velocemente adattarsi alle nuove condizioni economiche, l'algoritmo del robo advisor, se non è stato aggiornato per riflettere le condizioni economiche più recenti, è di fatto un algoritmo obsoleto con la conseguente emissione di una raccomandazione errata. Una consulenza errata colpirebbe quindi molti investitori contemporaneamente, potenzialmente indirizzando i fondi degli investitori in strumenti di investimento inadatti, creando squilibri nei mercati. I professori Tom Baker e Benedict Dellaert, nel loro articolo *"Regulating Robo Advice Across the Financial Services Industry"* del gennaio del 2018, hanno usato un'analogia per fare capire il punto. Consideriamo la ricerca, da parte dei turisti, di un ristorante, in una nuova città, fatta tramite Google, rispetto alla tradizionale domanda rivolta, per esempio, al receptionist dell'hotel: Google dà informazioni sui ristoranti a tutti i turisti in tutte le città, ed è facilmente accessibile a tutti. Se dà sistematicamente dei consigli difettosi sul ristorante, l'effetto sarà molto più grande del singolo consiglio sbagliato dato dal receptionist.

Inoltre, il processo di investimento è molto opaco. I clienti non hanno idea di come funzioni esattamente l'algoritmo. Presumibilmente si tratta di una strategia e di una consulenza di investimento creata su un algoritmo obiettivo e imparziale, ma non si può sapere se ci sono altri aspetti che influenzano la decisione presa dal software. Pertanto, l'asimmetria informativa è talvolta maggiore rispetto alla classica situazione di

investimento dove almeno l'investitore può raccogliere le informazioni necessarie ponendo delle domande.

A tutto questo aggiungiamo che ci sono molte preoccupazioni su come si comporteranno i robo advisor nei periodi di crisi o di inevitabile flessione dei mercati. Essi, infatti, potrebbero avere diverse difficoltà e potrebbero non riuscire a mantenere la clientela accumulata. Un semplice esempio è ciò che è successo i giorni seguenti alla Brexit nel 2016, quando il robo advisor Betterment ha interrotto le negoziazioni per due ore e mezza senza avvisare i clienti e successivamente rispondendo alle loro critiche affermando che “l'azienda non opera in condizioni di volatilità altamente imprevedibile” e che “i diritti dell'azienda di sospendere le negoziazioni sono esplicitati nel contratto con il cliente”. Altri problemi, per Wealthfront e Betterment, si sono verificati nel febbraio del 2018 quando, a causa della perdita di 1.000 punti del Dow Jones Industrial Average e del raddoppiamento dell'indice VIX, che è un indicatore di volatilità (detto anche “indice della paura”) che rispecchia la tensione sui mercati e la paura degli investitori, i clienti più spaventati dal declino del mercato hanno provato ad accedere ai loro account, scoprendo che non potevano farlo.

Quando avvengono dei forti ribassi dei mercati, gli investitori si comportano in modo irrazionale e potrebbero non fidarsi di un algoritmo quando si tratta di prendere decisioni che hanno delle conseguenze importanti sul loro “gruzzolo”.

3.4 Regolamentazione

I recenti sviluppi delle tecnologie e della digitalizzazione hanno consentito alle aziende di fornire sempre più servizi tramite Internet. Un numero crescente di consumatori utilizza quindi strumenti automatizzati nella gestione delle proprie finanze, per investire i propri soldi, per confrontare costi, caratteristiche e benefici dei diversi prodotti. La crescente disponibilità di strumenti digitali e i crescenti livelli di partecipazione diretta degli investitori, in particolare tramite piattaforme di robo advisor, ha suscitato un grande interesse non solo degli investitori ma anche delle Autorità, che stanno valutando come e in che misura regolamentare tale mercato.

Per esempio, per quanto riguarda gli Stati Uniti, analogamente ai consulenti umani, le aziende devono registrare i robo advisor come consulenti di investimento presso la

SEC⁵². Inoltre, la SEC sottopone sia i consulenti umani che i robo advisor agli stessi standard fiduciari. Oltre a richiedere alle società di gestione patrimoniale di rivelare agli investitori se un consulente è umano o un robo advisor, la SEC però non regola altre caratteristiche dei robo advisor. Nel 2018, la SEC ha accusato e multato due società di robo advisor, che insieme gestivano asset per oltre 11 miliardi di dollari, per false rivelazioni agli investitori (SEC 2018). Tali eventi hanno portato a una maggiore attenzione normativa sui robo advisor. In un recente bollettino di orientamento, la SEC ha discusso del proprio interesse per il modo in cui i robo advisor influenzano e divulgano le informazioni agli investitori al dettaglio. Inoltre, ha posto i robo advisor in cima alle sue priorità di esame.

Discorso più approfondito faremo per l'Europa. Il fenomeno del robo advice era stato analizzato dal Joint Committee (JC) delle tre Autorità di vigilanza europee (ESAs, European Supervisory Authorities) ed erano state individuate una serie di opportunità e rischi.

L'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (ESMA) ha riconosciuto la mancanza di una regolamentazione specifica per i servizi di investimento elettronico. Finora, infatti, non esiste un quadro normativo specifico relativo alla robo advisory, ad eccezione del documento di discussione del comitato congiunto sull'automazione nella consulenza finanziaria di ESMA, EBA ed EIOPA. Esistono tuttavia diverse normative non direttamente correlate al tema robo advisory che possono essere interamente o parzialmente applicabili, come MiFID I, MiFID II, e i vari regolamenti e disposizioni attuative.

Il cosiddetto "pacchetto" MiFID 2, per quanto riguarda il fenomeno, nel Regolamento Delegato UE 2017/565 all'art. 54, comma 1, si è limitato a stabilire che "Quando i servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio sono prestati totalmente o in parte attraverso un sistema automatizzato o semiautomatizzato, la responsabilità di eseguire la valutazione dell'idoneità compete all'impresa di investimento che presta il servizio e non è ridotta dal fatto di utilizzare un sistema elettronico per formulare la raccomandazione personalizzata o la decisione di

⁵² SEC (Securities and Exchange Commission): organo federale statunitense di vigilanza dei mercati di borsa (Commissione per i titoli e gli scambi) creata nel 1934. Definizione di Treccani, <https://www.treccani.it>.

negoziazione”. Si puntualizza poi, nel considerando n. 86 dello stesso regolamento delegato, che “Al fine di prendere in considerazione gli sviluppi del mercato e assicurare lo stesso grado di tutela degli investitori, è opportuno precisare che le imprese di investimento dovrebbero rimanere responsabili dello svolgimento delle valutazioni dell'idoneità nel caso in cui i servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio siano prestati, in tutto o in parte, attraverso un sistema automatizzato o semiautomatizzato”. Quindi, analogamente agli Stati Uniti, la regolamentazione della robo advisory in Europa è "*technology neutral*", il che significa che si applicano le stesse regole a prescindere che la consulenza sugli investimenti sia fornita con un modello tradizionale o con una piattaforma online.

Sul piano degli interventi, un cenno merita sicuramente il Final Report pubblicato nel 2018 dall’Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (ESMA). Sono delle linee guida in tema di adeguatezza che hanno l’obiettivo, da un lato di aggiornare quelle già adottate nel 2012, e dall’altro di promuovere un orientamento comune e pratiche uniformi nell’applicazione della MiFID 2 ed estendere l’ambito applicativo alla consulenza finanziaria automatizzata. L'ESMA ha quindi successivamente integrato le sue linee guida su alcuni aspetti riguardanti i requisiti di idoneità della MiFID II (*suitability guidelines*) per tenere in considerazione le peculiarità della consulenza automatizzata proprio in ragione della "*limited interaction (or none at all) between clients and firms' personnel*". In particolare:

- le informazioni da fornire ai clienti sui servizi di consulenza in materia di investimenti e gestione di portafogli quando tali servizi sono forniti tramite uno strumento automatizzato (riguarda sia quali informazioni dovrebbero essere fornite sia come le informazioni dovrebbero essere illustrate ai clienti);
- la valutazione dell'adeguatezza (con particolare attenzione all'utilizzo di questionari online con limitata o senza interazione umana);
- le disposizioni organizzative che le aziende dovrebbero attuare quando forniscono consulenza robotica. (“Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection”, ESMA, 2022)⁵³.

⁵³ Il Final Report è stato presentato alla Commissione Europea il 29 aprile 2022.

Nelle sue linee guida di adeguatezza, l'ESMA ha chiarito che, per garantire condizioni di parità, non intende introdurre requisiti aggiuntivi per i robo advisor, ma piuttosto evidenziare alcuni aspetti che possono essere di particolare importanza per la fornitura di servizi attraverso strumenti automatizzati. L'adozione di determinati standard o di linee guida sono dei tipici strumenti di *soft law*, quindi delle istruzioni che non vincolano le modalità di progettazione di algoritmi e software. L'ESMA ha chiarito che i requisiti della MiFID II e le linee guida dell'ESMA si applicano a tutte le imprese che offrono servizi di consulenza in materia di investimenti e gestione di portafogli, indipendentemente dal formato utilizzato per la fornitura di tali servizi, ovvero dai mezzi di interazione con i clienti.

Come visto nei precedenti paragrafi però, i rischi che emergono da questo nuovo modo di fare consulenza sono particolarmente delicati e pericolosi e la attuale copertura normativa sembra superficiale e destinata a fallire. Ferma restando la responsabilità del gestore della piattaforma di robo advisor, per esempio in casi di malfunzionamento, non è chiara la linea che separa le responsabilità dello sviluppatore dell'algoritmo (che è spesso una terza parte) e quelle del provider del servizio di consulenza. Restano dei punti interrogativi anche su temi come la privacy del cliente e l'utilizzo dei Big Data.

Se proviamo ad analizzare semplicemente il tema della tutela dell'investitore, com'è possibile che i tre modelli di robo advisor, che sono completamente diversi, possano avere le stesse implicazioni giuridiche? Quanto meno, la tutela del cliente-investitore dovrebbe essere tanto maggiore quanto minore è la mediazione della componente umana nel rapporto di consulenza tra robo e utente. In questo caso, l'unico modello che non solleva particolari problemi e che di fatto non richiede una regolamentazione "supplementare" è quello del robo for advisor, visto che la componente digitale è a supporto del consulente e il rapporto tra questo e il cliente resta di tipo tradizionale.

L'ESMA e le altre Autorità, per il momento, non intervengono e hanno affermato che continueranno a monitorare il fenomeno e a garantire la convergenza in materia di vigilanza tra gli Stati membri.

La rapidità degli sviluppi tecnologici e la crescente importanza dei robo advisor nella vita finanziaria dei clienti potrebbero presto costringere le Autorità di Vigilanza a un ripensamento del quadro normativo esistente.

3.5 Consulente umano vs robo advisory

Nella fase di creazione di un portafoglio, oltre a raccogliere le informazioni relative al potenziale investitore e dopo aver identificato i vari obiettivi e il relativo profilo di rischio, una prima differenza tra il robo advisor e il consulente umano sta nella percezione delle risposte. Questo perché l'algoritmo del robo advisor prende le risposte date nella compilazione del questionario come veritiere. Il consulente finanziario umano, al contrario, può attraverso le sue capacità empatiche, applicare un ulteriore filtro e capire se le risposte sono vere o se sono in qualche modo influenzate da situazioni passate o eventi vissuti. Capita spesso infatti, che i portafogli effettivamente corretti per gli investitori non siano in linea con le risposte che gli stessi danno agli eventuali questionari o domande, per esempio per colpa dei *bias* cognitivi di cui si è già parlato. La seconda grande differenza sta nella personalizzazione del servizio: nel caso della robo advisory c'è una standardizzazione del servizio e il cliente difficilmente riesce ad apportare una personalizzazione e ad investire in strumenti nei quali crede, oltre ad essere investimenti adeguati alla sua persona. Nel caso della consulenza fisica vi è una maggiore dinamicità nella creazione di un portafoglio e questo fa sì che oltre a selezionare strumenti adeguati al profilo di rischio, in linea e in funzione degli obiettivi e delle esigenze dell'investitore, sono anche strumenti che piacciono all'investitore. Se un investitore crede in quell'asset, in quel settore, in quel particolare strumento, sicuramente sarà meno orientato a cederlo e continuerà seguendo la sua strategia in un'ottica di medio-lungo termine. Questo, per quanto sembra poco rilevante, in realtà è molto importante soprattutto nei momenti di difficoltà del mercato in cui bisogna tenere i denti stretti.

L'ulteriore differenza esistente tra le piattaforme di robo advisor e la consulenza tradizionale è la gestione dei clienti proprio in quei periodi di difficoltà e di flessione dei mercati. Generalmente, infatti, i clienti sono sempre molto preoccupati circa l'andamento del mercato, la loro tendenza è sempre quella di avere una visione negativa e di aspettare sempre quello che sarà il momento giusto per investire. In realtà, se osserviamo bene tutto quello che è successo negli ultimi 15 anni (ma anche andando più indietro) ci accorgeremo che il mondo continua a crescere e progredire seppur in un contesto di problemi e situazioni complicate che però vengono via via risolte.

Le piattaforme di robo advisor sono caratterizzate da una certa volatilità nei risparmi che gestiscono. La maggior parte delle persone non sono finanziariamente alfabetizzate, e nei momenti in cui in mercati vanno bene sono soddisfatti e tutto va come previsto. Per quanto l'algoritmo azzechi tutte le scelte però, ci saranno sempre dei momenti in cui l'investimento scende. A quel punto l'investitore medio attribuirà la colpa al robo advisor, vedendo che nonostante gli aggiustamenti fatti secondo le sue indicazioni, l'investimento ha perso qualcosa. In quel momento, probabilmente, l'investitore metterà anche in dubbio che l'algoritmo funzioni.

Si possono quindi prevedere, nei periodi in cui i mercati andranno male, grandi fuoriuscite dalle piattaforme di robo advisory. Si riporta un esempio fatto da Massimo Doris (amministratore delegato di Banca Mediolanum) in una conferenza del 2016⁵⁴: nei 13 anni in cui Peter Lynch ha gestito il Fondo Magellan per Fidelity Investments, il fondo ha ottenuto un rendimento medio annuo del 29,2%. Il risultato è sicuramente straordinario ma si sottolinea che si tratta di un risultato medio. Molti degli investitori che hanno investito in questo fondo hanno perso soldi. Com'è possibile? Il fondo è volatile, il cliente compra a 100, poi poco dopo scende a 95, si spaventa e vende. Succede poi che il fondo sale a 120, ma il cliente è fuori e ha perso soldi.

Fidelity Investments, inoltre, ha fatto una ricerca sui propri clienti per capire qual era il profilo di cliente che storicamente aveva ottenuto i migliori risultati, in modo tale da riportare i risultati anche agli altri e, in qualche modo, "educarli". Hanno scoperto che coloro che storicamente avevano ottenuto i migliori rendimenti erano quelli che si erano dimenticati di avere l'investimento con Fidelity.

Il vero aspetto su cui bisognerebbe concentrarsi è, prima di tutto, un concetto legato alla diversificazione, ovvero non prendersi dei rischi che siano magari legati a un singolo emittente, a un singolo Paese, ecc. L'altro aspetto fondamentale è avere ben chiaro quelli che sono i propri obiettivi e quindi di conseguenza il proprio orizzonte temporale. Per quanto riguarda i mercati, quello che il consulente umano fa è, prima di tutto, educare il cliente e fargli capire che sistematicamente il mercato propone delle cosiddette scadenze, dei momenti difficili, sapendo però che sul medio-lungo periodo i mercati si riprendono sempre e la crescita continua. È in quei momenti difficili che il

⁵⁴ Evento organizzato da BFC Media dal titolo "FinTech: killer o boost per i consulenti?".

consulente deve stare vicino al cliente, proponendo delle soluzioni di investimento o, se il cliente non ha liquidità, nella maggior parte dei casi, non toccando nulla. Il consulente, quindi, ha il compito di togliere un pochino quel “disturbo” di fondo dato dagli eventi negativi, e mantenere il cliente concentrato su quelli che sono gli obiettivi di lungo periodo e sui corretti approcci che bisogna avere nella gestione dei propri investimenti. Senza la possibilità di interagire “faccia a faccia” con un consulente umano, molti robo advisor potrebbero subire un esodo di massa di clienti durante la prossima grave recessione del mercato.

Mary Callahan Erdoes, che è a capo dell’unità di gestione patrimoniale di JP Morgan, sul presente tema, durante il JP Morgan’s investor day del 2017, ha affermato che “Gli esseri umani hanno bisogno degli esseri umani per spiegare loro il mondo: questo è il nostro lavoro”.

Come già riportato nel precedente paragrafo, sicuramente il principale vantaggio che hanno i robo advisor nel confronto con i consulenti fisici sta nel costo. Automatizzare il processo, standardizzare i portafogli e farlo su larga scala porta alla diminuzione dei costi e il differenziale, su base annua, sicuramente consente di avere dei benefici dal punto di vista dell’efficienza del portafoglio stesso. La domanda che sorge però è la seguente: se noi tutti, potenziali investitori e potenziali clienti di robo advisor, siamo i primi ad essere dei soggetti irrazionali, possiamo trarre il massimo beneficio investendo solamente mediante metriche razionali?

Alla fine della fiera, ciò che è fondamentale capire è che sia i robo advisor che il consulente umano sono una sorta di assicurazione contro comportamenti finanziari sbagliati nel processo di investimento. Probabilmente, il consulente fisico è un’assicurazione più forte, in quanto siccome c’è un rapporto diretto in qualche modo gli si deve “rendere conto” e ci si sente più “in colpa” a disinvestire o a compiere delle scelte che escano dal piano finanziario stabilito insieme al consulente in un’ottica di medio-lungo termine. Con un robo advisor ci si sente meno responsabili e probabilmente, in periodi in cui ci sono delle flessioni di mercato, si tende a disinvestire tutto, o quasi.

3.6 Gli scenari futuri

Ci si aspetta che in futuro i consulenti robotizzati svolgano un ruolo più efficace, attirando nuovi potenziali investitori e aumentando l'inclusione di servizi di consulenza finanziaria generale, in particolare per i segmenti della popolazione nella loro fase iniziale di accumulazione della ricchezza.

Quello che si può immaginare è che sicuramente i robo advisor saranno in grado di guadagnare una fetta di mercato ancora più ampia di quella esistente e ci sarà certamente chi, mediamente, farà bene anche con piattaforme automatizzate.

Le grandi banche commerciali sono quelle che sono e saranno più impattate dallo sviluppo del robo advisory. Questo perché sono quelle che hanno il numero più elevato di clienti che potenzialmente, oggi, non ricevono un servizio di consulenza adeguato. Le grandi banche reagiranno comunque a questa crescita da parte delle piattaforme di consulenza automatizzata e lo faranno provandoci loro stesse, visto che non è per niente impossibile acquisire uno di questi robo advisor e metterlo a servizio dei propri clienti. Non si può andare contro al mercato e alle innovazioni come quella della consulenza automatizzata e si pensa che alla fine qualunque banca arriverà ad avere un sistema di robo advisory da offrire alla propria clientela. Chi non si deve preoccupare della consulenza automatizzata probabilmente sono coloro che si occupano di clientela private. Come si è visto dalle ricerche, la gente che dispone di somme importanti, parliamo di milioni di euro, non si affiderà, mediamente, a un sistema del genere per investire i propri risparmi, o lo farà in una piccolissima parte.

La ricerca futura dovrebbe studiare la miglior integrazione possibile tra robo advisory e consulenza umana tradizionale. Il futuro molto probabilmente non vedrà una competizione tra i due modi di fare consulenza ma si andrà nella direzione di quelli che alcuni hanno definito cyborg advisor, una sorta di robo advisor ibrido rafforzato. Per capire cosa si intende si fa un semplice esempio. Se pensiamo ad un medico, quale medico si avventurerebbe a fare la diagnosi di un paziente senza supporto di esami, per esempio radiologici, iper-sofisticati? Probabilmente sarebbe un pazzo. Oppure cambiando professione, quale pilota di una grande compagnia aerea fa una lunga tratta sempre con la cloche in mano? Nessuno, utilizza anche lui la tecnologia. Questo è quello che sta succedendo anche alla professione del consulente finanziario che sta andando

incontro a un'evoluzione di questo genere. Questo perché ci sono mercati e situazioni sempre più complesse e sofisticate, che richiedono un'interazione sempre più efficiente. Ci sarà un'evoluzione dove essenzialmente tutta la parte di asset allocation, ribilanciamento dei portafogli, selezione dei fondi da inserire o meno, saranno sempre più fondati su basi quantitative e algoritmiche estremamente solide. Il consulente finanziario diventerà sempre più centrale in quella che è la gestione della relazione col cliente: capire i suoi bisogni, come evolvono nel tempo le sue esigenze e gestire soprattutto le reazioni emotive causate dall'andamento del mercato. Aumenterà anche il livello di soddisfazione del cliente perché il consulente finanziario, grazie alla tecnologia, sarà sempre più nella pienezza di questo ruolo e avrà più tempo da dedicargli. I consulenti finanziari sono, in linea di massima, i meno impattati da tutto questo. La loro forza sta nella relazione con il cliente che va al di là dell'utilizzo di uno strumento informatico. Sarebbe però sbagliato sottovalutare l'opportunità di dare ai clienti la possibilità di interagire con il consulente sfruttando degli strumenti che oramai trovano tranquillamente a casa. Difatti, quale consulente recandosi a casa del cliente non trova sopra al tavolo del salotto un tablet, un pc o uno smartphone? Ecco, l'aspettativa è che furbescamente e intelligentemente, i consulenti finanziari e le loro mandanti utilizzeranno queste tecnologie soprattutto a supporto di certi segmenti di clientela, integrando il servizio per coloro che apprezzano anche questa modalità e questa tipologia di dialogo.

Oggi chi fa il lavoro di consulente finanziario perde parecchio tempo per andare a trovare i clienti, che sia in casa o che sia in ufficio. Forse tra qualche anno, i supporti digitali faranno sì che il consulente risparmierà gran parte del viaggio e avrà un gran lavoro da fare tramite il contatto a distanza. Risparmiando il tempo che si perde negli spostamenti e nelle varie attese, ci saranno anche molti più clienti per consulente. Probabilmente anche in questo lavoro ci si abituerà a vedere la gente in video, che poi sia del telefonino, del tablet, o di un computer è uguale, poco cambia.

CAPITOLO QUARTO

La robo advisory tra studi accademici e punto di vista dei professionisti

4.1 Gli studi scientifici in tema di robo advisory

Nel precedente capitolo si sono esaminati tutti gli aspetti che riguardano i robo advisor: come si comportano nel processo di consulenza automatizzata, passando poi per la loro regolamentazione e i loro punti di forza e di debolezza.

Sebbene siano passati diversi anni dall'introduzione nel mercato della consulenza automatizzata, i robo advisor rappresentano in qualche modo ancora una novità all'interno dell'enorme fenomeno che va sotto il nome di FinTech. Tuttavia, tra il 2019 e il 2020, si è assistito ad un proliferare di pubblicazioni e di studi sull'argomento. Tra i fattori principali che stanno guidando la digitalizzazione della consulenza finanziaria ci sono sicuramente i cambiamenti avvenuti nei mercati finanziari, nella tecnologia e nei bisogni dei clienti. Con le nuove generazioni di clienti e con una società sempre più digitalizzata sono emerse nuove esigenze, come la richiesta di servizi 24 ore su 24, 7 giorni su 7, più digitali e di facile utilizzo. Poiché i clienti possono confrontare i servizi e il loro prezzo velocemente tramite internet, sono diventati più sensibili al prezzo e desiderano servizi più personalizzati quando vengono addebitate tariffe più elevate. Nuovi prodotti finanziari come gli ETF hanno consentito l'implementazione di strategie a basso costo e anche i clienti meno facoltosi, visti i tassi di interesse pressoché nulli, sono stati attratti da queste forme di investimento rispetto al risparmio nei conti correnti.

L'obiettivo di questo capitolo è quello di revisionare di fatto tutta la letteratura a disposizione, analizzando prima i vari articoli presenti all'interno di due paper recentemente pubblicati e cercando di inquadrare i diversi aspetti che caratterizzano la robo advisory. Si prosegue poi riportando i risultati di un questionario distribuito nel giugno di quest'anno e rivolto a un numero ristretto di consulenti finanziari il cui scopo è stato quello di intercettare il *sentiment* dei professionisti del settore sul tema.

La letteratura scientifica in tema robo advisory fornisce le prime risposte considerando tre temi principali: utenti, servizio e competizione. Presentiamo quindi importanti approfondimenti per ogni tema, riassumendo le attuali conoscenze, passando poi alle

domande di ricerca che potrebbero guidare la direzione della futura ricerca sulla robo advisory.

All'interno del paper intitolato "*Robo-What?, Robo-Why?, Robo-How? – A Systematic Literature Review Of Robo-Advice*" (Torno A., Metzler D. R., Torno V., Twenty-fifth Pacific Asia Conference on Information System, Dubai, UAE, 2021), per eseguire una revisione della letteratura scientifica sulla robo advisory, sono state utilizzate delle parole chiave rilevanti e dei criteri di esclusione che hanno portato all'analisi di un pool finale di 42 articoli. La letteratura scientifica sul tema robo advisory è diversificata, con molti settori di business interessati a diversi aspetti della robo advisory stessa. L'analisi sul tema viene condotta con diversi metodi di ricerca: due terzi degli articoli utilizzano metodi quantitativi, un quarto utilizza metodi qualitativi e il 10% un approccio di ricerca a metodo misto. La ricerca quantitativa consiste principalmente in sondaggi su potenziali utenti di robo advisory, investitori tradizionali o utenti effettivi di robo advisory, oltre a esperimenti, simulazioni e analisi di portafoglio. La ricerca qualitativa include interviste, studi sulla letteratura e analisi che riguardano, per esempio, i siti web dei robo advisor. In relazione al focus geografico degli articoli analizzati dal paper, gli Stati Uniti e l'Europa (in modo particolare Germania e Regno Unito) sono le regioni geografiche più studiate, mentre la regione Asia/Pacifico segue con meno del 15% di interesse negli articoli. Non ci sono studi incentrati sul Sud America o sull'Africa, il che è in linea con il basso tasso di penetrazione della robo advisory in questi mercati (Statista 2021).

4.1.1 Le caratteristiche degli utenti

Partiamo dal primo tema in cui può essere suddivisa la ricerca sulla robo advisory, ovvero gli **utenti**, analizzando cosa abbiano in comune gli utilizzatori di piattaforme di robo advisor dal punto di vista sociodemografico ed economico, oltre ai fattori che spingono all'adozione e all'accettazione dei consulenti robotizzati. La maggior parte degli articoli sostiene che esistono delle caratteristiche significative che contraddistinguono l'utente che utilizza robo advisor. La ricerca ha rilevato che l'età, l'istruzione, l'esperienza finanziaria, la fiducia, la tolleranza al rischio e i valori correnti di capitale/portafoglio sono caratteristiche rilevanti che moderano l'utilizzo di robo advisor. I ricercatori, per quanto riguarda l'età, hanno scoperto che gli utenti di robo advisor sono generalmente giovani, dove per giovani in alcuni casi si sono intesi anche

coloro di età inferiore ai 65 anni. Questo trend è confermato da Huxley e Kim (2016) che, analizzando quattro robo advisor (Betterment, Motif, Schwab e Wealthfront), hanno osservato come l'età media dell'utente sia tra i 30 e i 40 anni, con una moderata tolleranza al rischio e un orizzonte temporale di breve termine (media di 3-5 anni)⁵⁵. Molti degli investitori più anziani, infatti, potrebbero avere meno dimestichezza con piattaforme di investimento online basate su algoritmi e tecnologia perché non hanno avuto l'opportunità di accedere o di utilizzare questi servizi durante le fasi di accumulazione della ricchezza e sono di conseguenza più inclini e a loro agio nell'utilizzare servizi con intermediazione umana.

In un altro paper dal titolo "*The Utilization of Robo-Advisors by Individual Investors: An Analysis Using Diffusion of Innovation and Information Search Frameworks*"⁵⁶, si mette però in evidenza come, sebbene i *millennials* siano considerati il segmento di utenti target per i robo advisor, secondo un recente rapporto di LendEDU, quasi la metà di essi è intimidita quando si tratta di interagire con un consulente finanziario umano e oltre il 75% di loro ha riferito di non aver mai lavorato con un robo advisor. Il motivo principale risiede nel fatto che la maggioranza di essi non conosce la robo advisory, seguito dal timore che i robo advisor possano non essere efficienti quanto i consulenti umani nel prevenire potenziali perdite (Brown, 2017). In un altro rapporto di LendEDU, quasi la metà degli investitori *millennials* partecipanti al sondaggio prevedeva che i robo advisor avrebbero sopra-performato il mercato. Poiché quasi tutti i robo advisor consigliano portafogli costituiti da ETF e utilizzano la gestione passiva è più probabile che il portafoglio "segua" il mercato o lo sottoperformi.

Waliszewski e Warchlewska (2020) identificano tra i fattori che possono impattare l'utilizzo di robo advisory, oltre all'età, differenze tra nazionalità (Europa, USA, Australia), genere, con gli uomini che hanno più probabilità di utilizzare robo advisor rispetto alle donne, e numero di persone che compongono la famiglia: più persone la compongono, maggiore è la propensione all'utilizzo di questo servizio. Tra i risultati è emerso anche che una maggiore tolleranza al rischio degli individui aumenta la probabilità di utilizzo di robo advisory e che per quanto riguarda il reddito, rispetto agli

⁵⁵ Solo poco più del 10% aveva obiettivi di investimento a lungo termine (più di 10 anni).

⁵⁶ Fan Lu, Chatterjee Swarn, *Journal of Financial Counseling and Planning*, Volume 31, Number 1, pp. 130-145, 2020.

utenti della consulenza tradizionale, quelli dei robo advisor hanno redditi più bassi e valori di portafoglio inferiori (Brenner e Meyll, 2020, Fulk et al., 2018). Molti dei fruitori di robo advisory sono impiegati, il che significa che hanno un certo grado di reddito e patrimonio netto. C'è però anche una significativa e sorprendente relazione tra asset investibili e utilizzo di robo advisor: la proprietà di asset investibili per un valore uguale o superiore a 500.000 dollari è positivamente associata all'utilizzo di robo advisor. Il motivo potrebbe risiedere nel fatto che la maggiore disponibilità di asset investibili aumenta la possibilità di integrare piattaforme di investimento automatizzate all'interno delle pratiche di pianificazione finanziaria. Per quanto molti studiosi e professionisti del settore considerino i robo advisor in grado di abbassare le barriere di accesso alla consulenza finanziaria a vantaggio degli investitori con mezzi modesti, i risultati dello studio mostrano il contrario. Gli attuali utilizzatori sono per lo più investitori con ingenti asset investibili.

Gli autori sopra citati hanno inoltre scoperto che quando una grande percentuale del loro patrimonio netto totale è stata ereditata, gli utenti preferiscono la consulenza finanziaria tradizionale rispetto alla robo advisory. Ciò potrebbe essere spiegato dall'improvviso aumento di capitale, senza un adeguato aumento dell'educazione finanziaria o della fiducia nelle decisioni finanziarie.

Infine, i risultati hanno dimostrato che essere single, avere un reddito di 100.000 dollari o più e avere più di 65 anni sono caratteristiche associate negativamente alla adozione di un consulente automatizzato. Sono necessarie ulteriori ricerche per capire perché persone single e ad alto reddito abbiano meno probabilità di utilizzare i servizi dei robo advisor. Una possibilità potrebbe essere che i soggetti single ad alto reddito siano amanti del rischio e preferiscano investimenti più rischiosi, come ad esempio delle asset class alternative. In ogni caso, gli studi futuri dovranno concentrarsi anche su questo importante gruppo demografico.

In quanto a istruzione e conoscenze, oltre a un'istruzione superiore, gli articoli sostengono che un'istruzione finanziaria o un'alfabetizzazione finanziaria più elevata (auto-percepita) aumenti l'utilizzo di piattaforme di robo advisor. Riguardo al tema, Hayes (2019) e Tan (2020) sostengono che i robo advisor stanno costruendo degli investitori passivi, indebolendo tutti gli sforzi che si stanno promuovendo per aumentare l'alfabetizzazione finanziaria e l'istruzione.

I risultati hanno evidenziato come le conoscenze finanziarie di base e le conoscenze avanzate (oggettive) sugli investimenti siano associate negativamente alla probabilità di utilizzare robo advisor. Quelli sopra menzionati sono i due livelli di misura di conoscenza finanziaria identificati in letteratura (Lusardi, 2008; Lusardi & Mitchell, 2007; Van Rooij et al., 2011). La conoscenza finanziaria di base riguarda delle domande poste agli intervistati su tasso di interesse, inflazione, rischio e così via. Domande aggiuntive riguardo ai rendimenti storici del mercato, vendite allo scoperto, asset class ecc., riguardano la conoscenza finanziaria avanzata. È possibile che coloro che sono più informati, sia sulla finanza in generale che sugli investimenti, probabilmente preferiscano lavorare con un consulente umano o gestire gli investimenti da soli e si astengano dal delegare le proprie decisioni di portafoglio a robo advisor.

Secondo il rapporto LendEDU (Hamory, 2018), il modo in cui gli individui valutano l'utilità dei robo advisor per gli investimenti e l'accumulo di ricchezza sarebbe influenzato anche dal modo in cui si cercano informazioni relative ai robo advisor stessi. Le analisi effettuate hanno evidenziato che ottenere informazioni attraverso fonti esterne, ovverosia tramite la partecipazione a club e organizzazioni di investimento, informazioni provenienti da familiari e amici, media, tv, giornali, riviste finanziarie, è positivamente associata all'adozione di robo advisor. È possibile che le persone che hanno ricevuto informazioni sugli investimenti da questo tipo di fonti esterne, essendo meglio informate sulla disponibilità e l'esistenza di piattaforme di robo advisor, abbiano aumentato la propria propensione all'utilizzo.

4.1.2 Fattori associati all'adozione di robo advisor

La ricerca sul tema ha poi investigato sui fattori che possono influenzare e migliorare l'adozione e l'accettazione delle raccomandazioni dei robo advisor. Questi fattori sono per esempio il livello di fiducia, la trasparenza, la facilità d'uso, la percezione della competenza dei robo advisor. La fiducia è il fattore di adozione più studiato nelle ricerche sulla robo advisory, e sono diverse le variabili che la influenzano, per esempio la fiducia nella tecnologia o la fiducia nel provider del robo advisor. Queste, se coesistono possono portare a un miglioramento dell'adozione e accettazione della robo advisory (Cheng et al., 2019; Guo et al., 2019). Sempre riguardo al tema della fiducia, Mesbah et al. (2019) hanno scoperto che l'antropomorfismo, ovverosia l'umanizzazione

della robo advisory attraverso, ad esempio, un avatar e dandogli un nome, ha un'influenza minore sulla fiducia. Al contrario, altri articoli hanno rilevato che il grado di umanizzazione è un fattore che aumenta la fiducia in maniera significativa, soprattutto quando la complessità del compito è percepita come bassa (ad esempio, Hodge et al., 2020). Anche Morana et al. (2020) sostengono che un grado di umanizzazione più elevato aumenta la percezione di fiducia. Inoltre, l'uso di uno stile di comunicazione più simile a quello umano influisce positivamente, migliorando così l'adozione di soluzioni di investimento automatizzate e l'accettazione delle loro raccomandazioni (Hildebrand e Bergner 2020; Ostern et al., 2020).

Continuando, quando i robo advisor forniscono maggiori informazioni su come funzionano, ovvero migliorando la loro trasparenza, i potenziali utenti sono più propensi a utilizzarli. Litterscheidt e Streich (2020) suggeriscono che la fornitura di maggiori conoscenze finanziarie può far comprendere ai potenziali utenti una quantità superiore delle informazioni fornite e quindi migliorare l'adozione del servizio da parte degli utenti. Questa aumenta anche quando la familiarità e la dimestichezza con i sistemi basati sull'intelligenza artificiale sono elevate, in quanto è più probabile che gli utenti percepiscano il suo utilizzo come semplice. Cheng (2020) e Hohenberger et al. (2019) sono in linea sul fatto che esistono fattori psicologici che aumentano la probabilità di utilizzo delle piattaforme online. Hanno infatti riscontrato che emozioni positive (es. gioia) ed emozioni negative (es. ansia), rispettivamente aumentano o diminuiscono l'adozione di un robo advisor.

Un ruolo molto importante è svolto anche dal fornitore del servizio di robo advisory, ovvero la sua reputazione, l'integrità e il tipo di azienda sono fattori che influenzano l'adozione e l'accettazione della piattaforma di consulenza automatizzata. Le società finanziarie affermate hanno sempre riscontrato una maggiore fiducia rispetto alle startup; tuttavia, in seguito alla crisi finanziaria del 2008 si è verificato un cambiamento da questo punto di vista in quanto i fornitori storici di servizi finanziari hanno iniziato ad essere considerati i responsabili della crisi. Per quanto riguarda i fattori attitudinali, tra la necessità di risparmiare tempo ed avere l'accesso a più investimenti, solo la prima è positivamente associata all'utilizzo di robo advisor e deriva dalla facilità d'uso delle piattaforme, uno dei principali vantaggi nel confronto con la consulenza umana. Questo conferma gli studi di Ludwig (2018) che ha scoperto come le persone che utilizzano robo

advisor hanno meno probabilità di dedicare tempo a ricercare informazioni relative agli investimenti.

4.1.3 Il servizio

Per quanto riguarda il secondo tema, ovvero il **servizio** fornito dalle piattaforme di robo advisory, la letteratura riporta quelli che sono i punti di debolezza entrando in ogni fase del processo di consulenza automatizzata e fornendo qualche spunto per un futuro miglioramento del servizio stesso. Alcuni limiti messi in evidenza dalla letteratura sono stati ampiamente discussi nel capitolo precedente. Abbiamo visto, infatti, che le piattaforme di robo advisory spesso utilizzano semplici questionari online per creare il profilo di rischio dell'utente. Questa soluzione è messa in dubbio anche in letteratura, la quale sostiene che questo metodo di profilazione da solo sia insufficiente (ad es. Beketov et al., 2018). Sempre riguardo alle domande del questionario, Tertilt e Scholz (2018), valutando la correlazione tra le domande che vengono poste nel questionario e la valutazione del rischio, hanno rilevato che solo circa il 60% delle domande ha un impatto sulla valutazione del rischio e concludono consigliando alle piattaforme online di personalizzare ulteriormente la profilazione.

Gli approcci ibridi che utilizzano la comunicazione umana dovrebbero essere utilizzati per migliorare il tasso di conversione a piattaforme di robo advisory (Beketov et al., 2018; Jung e Weinhardt, 2018).

La fase successiva, ovvero l'abbinamento del profilo dell'utente con una raccomandazione di portafoglio, basandosi su un algoritmo non pubblicato, è considerata una "scatola nera" (D'Acunto et al., 2019; Jung et al., 2018). Poiché è sempre vantaggioso aumentare la trasparenza, Litterscheidt e Streich (2020) suggeriscono di aprire questa "scatola nera" di algoritmi. Analizzando poi i portafogli per diverse combinazioni di rischio e orizzonte di investimento, Torno e Schildmann (2020) hanno trovato somiglianze nei prodotti consigliati, dove spesso si utilizzano gli stessi ETF e strategie di investimento per lo più passive. A tale proposito, una situazione simulata della performance del portafoglio ha anche mostrato l'inflessibilità degli algoritmi per utenti con profili di rischio relativamente uguali, che è un vantaggio cruciale per i consulenti finanziari umani, soprattutto nelle recenti condizioni turbolente dei mercati finanziari (Harrison e Samaddar, 2020). Si sono riscontrati problemi anche all'interno dei

portafogli consigliati, ad esempio un basso grado di distinzione tra diversi orizzonti di investimento e una quantità elevata di azioni anche nei portafogli con orizzonti di investimento a breve termine (Torno e Schildmann, 2020).

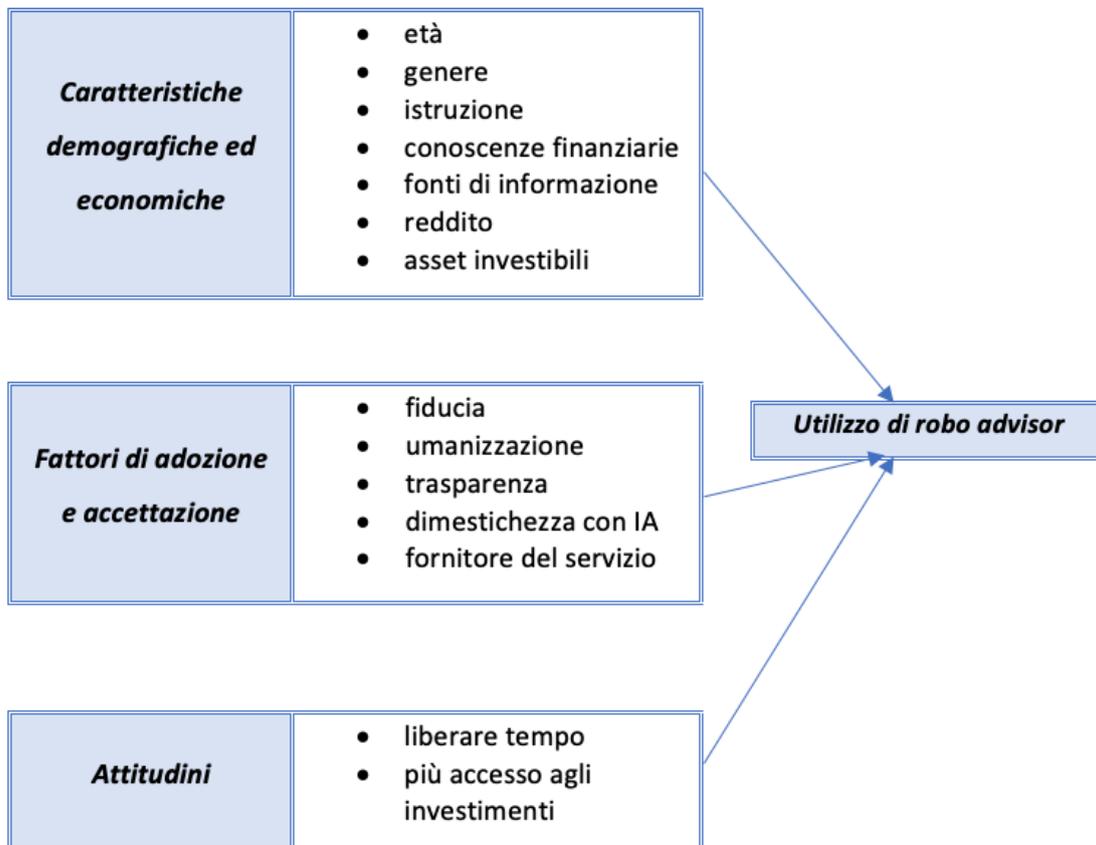
Nell'ultima fase del processo di consulenza, poiché nella robo advisory il monitoraggio è principalmente delegato a un algoritmo, le conseguenze dei pregiudizi comportamentali e del comportamento umano irrazionale dovrebbero essere ridotte (Jung e Weinhardt, 2018). Per quanto riguarda l'esito del monitoraggio e del ribilanciamento dei portafogli effettuato dalle piattaforme rispetto ai portafogli auto-monitorati dai singoli investitori, la ricerca ha rilevato che i primi sono più diversificati, fornendo le stesse prestazioni a livelli di rischio inferiori (D'Acunto et al., 2019; Reher e Sun, 2020).

Le ricerche che vertono sul terzo tema, ovvero quello della **competizione** e del confronto tra consulenza umana e robo advisory mettono in evidenza come l'equilibrio tra la parte umana e algoritmica potrebbe variare da servizi completamente basati sulla tecnologia a servizi completi guidati dall'uomo. La ricerca suggerisce che la piena automazione potrebbe non essere l'opzione preferita a causa dei suoi limiti creativi e sociali (Coombs e Redman, 2018; Rühr et al., 2019) e che ci sarà una fusione di robo advisory e consulenza umana (Jung et al., 2019). Pertanto, le piattaforme di robo advisory non andranno a sostituire i consulenti finanziari umani ma li aumenteranno (Coombs e Redman, 2018; Jung et al., 2019).

Riguardo al confronto tra robo advisory e consulenza finanziaria tradizionale, la ricerca ha rilevato vari vantaggi e svantaggi delle piattaforme online. Essendo aspetti già trattati nel corso dell'elaborato si rimanda al capitolo precedente, paragrafi 3.3.2 e 3.5.

Si propone di seguito un quadro concettuale che riassume l'influenza e le potenziali relazioni che le caratteristiche demografiche, economiche, i fattori e le attitudini degli individui hanno con l'utilizzo di piattaforme di robo advisor.

Figura 4.1: influenza delle caratteristiche e dei fattori sull'utilizzo di robo advisor: quadro concettuale riassuntivo.



Fonte: elaborazione personale sulla base del paper "The Utilization of Robo-Advisors by Individual Investors: An Analysis Using Diffusion of Innovation and Information Search Frameworks", *Journal of Financial Counseling and Planning*, 2020.

4.2 Analisi empirica: sondaggio rivolto ai professionisti finanziari sul tema robo advisory

4.2.1 Il questionario e i temi trattati

La letteratura ha riscontrato una mancanza di dati e opinioni direttamente dai fornitori di robo advisory e dai consulenti finanziari tradizionali. A tal proposito, in questo paragrafo si riportano una parte dei risultati di un sondaggio lanciato nel giugno del 2022⁵⁷ da Caterina Cruciani, Gloria Gardenal (entrambe Università Ca' Foscari di

⁵⁷ Lanciato il 7 giugno e chiuso il 16 giugno 2022.

Venezia) e Giuseppe Amitrano (WieldMore Investment Management, UK) volto a rilevare il sentiment dei professionisti del mondo della consulenza finanziaria rispetto alle sfide in corso, soprattutto con riferimento ai temi della sostenibilità e della digitalizzazione dei servizi finanziari⁵⁸. Una parte dei dati raccolti attraverso questo sondaggio sono stati resi disponibili a chi scrive per delle analisi preliminari focalizzare sul tema della digitalizzazione finanziaria. Il sondaggio, disponibile in tre lingue (inglese, italiano e francese), è stato costruito online sulla piattaforma Qualtrics e lanciato dopo un breve evento di discussione sui temi chiave rilevanti per la consulenza finanziaria in Italia organizzato con Wieldmore Investment Management su LinkedIn il giorno 8 giugno 2022⁵⁹. La compilazione del sondaggio è stata volontaria e riguardava, tra i vari temi affrontati (es. la finanza sostenibile), le sfide e le opportunità della digitalizzazione finanziaria, focalizzandosi in particolar modo sulla robo advisory. L'obiettivo del sondaggio era quello di intercettare il sentiment dei professionisti del settore sul tema. Al sondaggio hanno partecipato 77 persone. Queste dovevano indicare una serie di caratteristiche sociodemografiche come età, genere, livello di istruzione, numero di anni di impiego nel settore finanziario, ruolo ricoperto e Paese in cui lavorano. La sezione sociodemografica, tramite ad esempio età o genere, è stata utile per stratificare gli intervistati. I ruoli professionali risultati dall'indagine abbracciano trasversalmente i diversi attori chiave nel campo finanziario, dai dipendenti delle varie banche alle diverse forme di consulenti. Essendo tutti attori influenzati in modo diverso dal cambiamento discusso, è stato interessante analizzare le loro attuali percezioni. Il paese in cui lavorano gli intervistati può chiarire se, nonostante gli sforzi di armonizzazione, alcune specificità nazionali permangano ancora e influiscano sulla percezione di questi importanti cambiamenti. L'età professionale può essere utile per capire quali modifiche normative hanno dovuto affrontare gli intervistati, al fine di tenere conto del possibile effetto di aver sviluppato la propria esperienza professionale in un mondo pre o post MiFID. All'interno dell'indagine le domande riguardanti la robo advisory sono tre: nella prima si cercano di individuare le caratteristiche che identificano il profilo del cliente

⁵⁸ La ricerca in questione è stata pubblicata in Cruciani C., Gardenal G., Amitrano G. (2022), *Understanding Financial Risk Tolerance. A Risk Management Assessment of Institutional, Behavioral and Normative Dimensions*, Palgrave MacMillan.

⁵⁹<https://www.linkedin.com/events/versomifid3esgetecnologianelra6937810467788632064/comment/>

interessato ad un servizio di robo advisory; la seconda indaga sulla differenza tra il servizio di consulenza tradizionale (di persona) e quello tramite i robo advisor circa alcune caratteristiche (costo, accessibilità, facilità di comprensione, affidabilità, personalizzazione, indipendenza, assicurazione); la terza chiede agli intervistati se la regolamentazione a cui sono soggetti i robo advisor è più/meno/in egual modo stringente rispetto a quella della consulenza tradizionale. Ad ogni caratteristica indicata nel sondaggio i partecipanti hanno risposto assegnando un punteggio da 1 a 7, dove 1 indica di non essere per niente d'accordo e 7 di essere totalmente d'accordo. Un punteggio uguale o superiore a 4 indica una caratteristica che i partecipanti ritengono più presente che assente.

4.2.2 Analisi dei risultati

4.2.2.1 Il campione

I risultati della sezione sociodemografica hanno evidenziato una netta prevalenza maschile (68 su 77), con un'età media intorno ai 48 anni. Complessivamente il 45% del campione possiede un diploma di scuola superiore o un titolo inferiore, quasi il 38% possiede una laurea triennale, e la restante parte una laurea magistrale o un'altra qualifica. Sia l'età che l'età professionale sono correlate negativamente e significativamente con l'istruzione, il che suggerisce che gli individui più anziani tendono ad essere meno istruiti ma sembrano aver sostituito l'istruzione con una qualifica sul campo attraverso un'esperienza professionale più lunga.

Per quanto riguarda il ruolo professionale, i rispondenti sono prevalentemente consulenti finanziari e impiegati di banca, rispettivamente il 39% e il 18% del campione. Seguono asset manager (13%), analisti (9%) e accademici (2%).

4.2.2.2 Il sentiment rispetto alla robo advisory

I risultati hanno evidenziato che, secondo i professionisti, gli utenti interessati ai robo advisor sono generalmente maschi (anche se il punteggio medio è molto vicino a 4), molto probabilmente millennials (meno di 41 anni), con un budget limitato e che accedono al proprio conto corrente tramite app al posto di recarsi di persona. Sono poi soggetti con una alfabetizzazione finanziaria sopra alla media, che si sentono competenti in materia di investimenti finanziari e con un'elevata confidenza in sé stessi.

Infine, sono caratterizzati da una moderata tolleranza al rischio e con poca esperienza in ambito finanziario. Dai risultati emerge poi che essendo utenti mediamente giovani, il fatto di essere pensionati o di occuparsi economicamente di altre persone (coniuge, figli, altro) non ha alcuna rilevanza tra le caratteristiche dell'utente di robo advisor, come anche il fatto di aver ricevuto un'eredità.

Passando successivamente alla seconda domanda, che analizza la differenza tra consulenza tradizionale e robo advisory riguardo un set di caratteristiche⁶⁰, il risultato medio assegnato a ciascuna evidenza come la consulenza tradizionale sia vista come più facilmente comprensibile (media = 4,67), più personalizzata sul cliente (media = 4,88) e soprattutto più rassicurante (media = 5,04).

I partecipanti, viceversa, non sono d'accordo con il fatto che possa essere più economica, affidabile, indipendente o di facile accesso. Tutti i punteggi, infatti, hanno un valore medio inferiore a 3.

La terza domanda riguardante la regolamentazione ha messo in evidenza che i partecipanti sono aggiornati, in quanto sono consapevoli (58% dei partecipanti) che i robo advisor sono regolamentati allo stesso modo dei consulenti fisici. In particolare, 20 consulenti (indipendenti e non indipendenti) su 30 hanno optato per questa opzione. A seguire, all'interno del box, vengono riportate nel dettaglio le domande che sono state poste ai partecipanti del sondaggio.

BOX 1: Domande del sondaggio

Da qualche anno la Commissione Europea sta valutando la digitalizzazione dei servizi finanziari, che riguarda non solo le informazioni su servizi e prodotti ma anche tutti i nuovi servizi digitali come l'advisory totalmente o parzialmente automatizzato (robo advisory).

Domanda n. 1: Secondo la tua opinione ed esperienza, quali delle seguenti caratteristiche identificano il profilo del cliente interessato ad un servizio di robo advisor in un contesto in cui il servizio potrebbe non sostituirsi all'advisor tradizionale, ma piuttosto essere offerto insieme ad esso. Per ciascuna delle affermazioni seguenti,

⁶⁰ Si rimanda, per il dettaglio, al BOX 1.

indica in che misura sei d'accordo o in disaccordo (1 = fortemente in disaccordo; 7 = completamente d'accordo).



Domanda n. 2: Cosa rende un servizio di consulenza tradizionale (di persona) diverso da quello di un Robo Advisor?



È più facilmente comprensibile	
È più affidabile	
È più personalizzato sul cliente	
È più indipendente	
È più rassicurante	

Domanda n. 3: Rispetto ai promotori finanziari autorizzati ad operare nell'Unione Europea, i robo advisor sono soggetti a...

minori regolamentazioni

le stesse regolamentazioni

maggiori regolamentazioni

4.3 Agenda per la ricerca futura

Per sintetizzare un'agenda per la ricerca futura, abbiamo analizzato le ulteriori opportunità di ricerca dichiarate dagli articoli esaminati ai fini della revisione della letteratura e gli spunti di riflessione che emergono dal questionario appena proposto. Sicuramente anche il disegno di ricerca presenta dei limiti, soprattutto per quanto riguarda il numero ristretto di rispondenti al sondaggio o i database ricercati e i criteri di selezione che hanno di fatto ristretto il pool di articoli pertinenti, ma ci sono una serie di domande selezionate che rimangono aperte: quali ulteriori dati demografici e caratteristiche individuali degli utenti oltre a quelli individuati dal sondaggio influenzano l'utilizzo di robo advisor? Come possono essere motivati i non investitori ad adottare i servizi di robo advisory? In che modo le raccomandazioni e l'esperienza offerta al cliente possono diventare più personalizzate?

Sono infatti necessarie ricerche future per comprendere ulteriormente le caratteristiche individuali e i fattori che possono rendere popolari le piattaforme di robo advisory in modo tale da individuare chi sono coloro che possono trarre il maggior vantaggio dall'adozione di questa soluzione tecnologica per gli investimenti. Oltre ai potenziali

utenti e investitori di robo advisory frequentemente studiati, ulteriori ricerche sugli utenti che non investono con piattaforme automatizzate potrebbero fornire preziose informazioni circa la loro possibile conversione in utenti di servizi di robo advisory. La ricerca manca poi di principi di progettazione per piattaforme di robo advisory più sofisticate che mirano ad adattarsi dinamicamente ai singoli utenti, aumentando l'individualizzazione dell'esperienza e delle raccomandazioni del cliente.

Relativamente al tema “competizione”, la ricerca futura dovrebbe studiare il perfetto connubio tra robo advisory e consulenza umana tradizionale, al fine di realizzare progetti ibridi di valore. Poiché alle piattaforme di robo advisory mancano spesso consigli più complessi, la ricerca dovrebbe indagare su come esse potrebbero comprendere più competenze di consulenza finanziaria e migliorare l'alfabetizzazione finanziaria dei suoi utenti.

CONCLUSIONI

In questa tesi si è tentato di fornire un'analisi approfondita di come e in che misura la tecnologia e l'automazione stiano influenzando i settori finanziari, in modo particolare il settore della gestione patrimoniale. All'inizio dell'elaborato, l'analisi della storia e dell'evoluzione normativa ci ha permesso di capire il percorso che ha portato all'attività di consulenza e alla figura del consulente finanziario che oggi conosciamo. Il quadro legislativo creato a livello europeo e recepito gradualmente dal legislatore italiano, sta favorendo la crescita di un servizio di consulenza moderno, che possa essere un servizio utile agli individui, soprattutto quelli meno esperti, e permette loro di orientarsi in mondi complessi come quello finanziario, assicurativo e previdenziale. Come dimostrato nel capitolo dedicato, le normative europee MiFID I e II, oltre alla creazione di un mercato finanziario efficiente, hanno garantito adeguati e uniformi livelli di tutela ai risparmiatori. La corretta profilatura, la trasparenza sui costi applicati e sugli eventuali conflitti di interesse, sono gli elementi di maggior rilievo che le direttive MiFID hanno portato in dote.

Nel corso dell'elaborato sono state poi passate in rassegna le principali novità tecnologiche nel settore pagamenti, InsurTech, RegTech, WealthTech, Blockchain e cryptovalute che rientrano all'interno dell'enorme fenomeno FinTech. I cambiamenti portati dal FinTech hanno, di fatto, modificato la struttura e la composizione di un settore, quello bancario, che da diversi anni aveva raggiunto lo status di settore maturo. L'innovazione tecnologica oggi non può che essere alla base di ogni strategia di business e soprattutto per le banche deve essere un fattore determinante. In un mondo iperconnesso e digitale dove la clientela è sempre più informata e bisognosa di servizi veloci e semplici, le banche tradizionali si sono trovate di fronte a un bivio, adeguarsi o uscire dal mercato. Le startup FinTech e le Big del Tech (Google, Apple, Facebook, Amazon, particolarmente interessate al settore dei pagamenti) hanno rappresentato, negli ultimi anni, un nuovo e pericoloso concorrente per le banche tradizionali, alle quali non resta che investire in ricerca e sviluppo e stringere partnership con società specializzate, acquisendole o collaborando, in modo da mantenere e migliorare la propria posizione nel nuovo scenario competitivo.

Sempre nell'ambito FinTech è stata presentata l'ultima frontiera di innovazione nel settore del risparmio gestito, ovvero la robo advisory. Questo nuovo modo di fare consulenza è entrato con violenza nel settore finanziario e ha iniziato ad attrarre una quantità crescente di risorse, proponendosi come un cambiamento epocale per l'intero business. Qualcosa di già visto in altri campi economici. Si è analizzato, quindi, il loro funzionamento approfondendo la parte di profilazione del cliente, l'asset allocation, la composizione dei portafogli, il ribilanciamento automatico e i vari tipi di robo advisor esistenti, elencati a seconda del grado di automazione e di intermediazione umana. Gli indiscutibili vantaggi dei robo advisor, elencati nel corso dell'elaborato, hanno sicuramente contribuito ad allargare la platea degli investitori. In particolare, l'offerta di questi servizi intelligenti, oggettivi e soprattutto economici ha sicuramente ridotto l'*advice gap*, attirando l'attenzione di un particolare gruppo di investitori, i c.d. "*underserved*", che con i loro patrimoni modesti e la loro poca disponibilità a pagare per il servizio di consulenza, per molti anni sono stati esclusi dalla tradizionale consulenza finanziaria. Ciononostante, si è visto come anche i clienti provenienti da livelli di patrimonio netto più elevati non sono preclusi da questo sviluppo, poiché un numero crescente di loro richiede l'implementazione di soluzioni digitali nella loro costosa guida patrimoniale. Tutto questo si trasforma in un duro lavoro per i consulenti che devono gestire una base di clienti con aspettative crescenti sotto la pressione di una tendenza generale alla compressione dei margini. Il fatto che ci siano sempre più dati e informazioni a disposizione e l'aumento della sofisticazione dei modelli di analisi porta ad un'automazione dei processi con il conseguente contenimento dei costi. Detto questo, la componente umana continuerà a svolgere un ruolo non secondario nell'elaborazione delle strategie finanziarie. Il motivo è principalmente spiegato dalla notevole complessità dei consigli richiesti dagli individui, che gli algoritmi non sono in grado di cogliere in tutte le loro sfaccettature. Anche la letteratura ha evidenziato che la maggior parte dei consumatori ha ancora bisogno del "tocco umano". Possiamo quindi ritenere che, almeno nel breve periodo, le persone con più denaro e situazioni finanziarie complesse continueranno a utilizzare i consulenti tradizionali, mentre per coloro che hanno meno capitale da investire e meno esigenze finanziarie, la scelta sarà quella di affidarsi a un robo advisor.

Per quanto riguarda il futuro, probabilmente è troppo presto per prevedere quali trend si imporranno, ma l'industria dell'asset management sembrerebbe muoversi verso l'adozione di modelli che integreranno perfettamente la componente umana e digitale, ovvero dei modelli ibridi costruiti ad hoc. La situazione però è in rapida evoluzione e si possono solo fare supposizioni sugli scenari futuri che caratterizzeranno il settore.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Baker Tom, Dellaert Benedict, "Regulating Robo Advice Across the Financial Services Industry", Faculty Scholarship at Penn Law, 2018.

BANCA D'ITALIA, "INDAGINE FINTECH NEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO", novembre 2021.

Beketov, M., Lehmann, K., and Wittke, M. 2018. "Robo Advisors: Quantitative Methods inside the Robots," *Journal of Asset Management* (19:6), pp. 363–370.

Brenner, L., and Meyll, T. 2020. "Robo-Advisors: A Substitute for Human Financial Advice?," *Journal of Behavioral and Experimental Finance* (25), Article 100275.

Brown, M. (2017, September 19). Robo advisors vs. financial advisors-Millennials still prefer real-life. Lend-EDU. Retrieved from <https://lendedu.com/blog/robo-advisors-vs-financial-advisors/>.

Capgemini & Efma, World FinTech Report, 2020.

CBINSIGHTS, "State of digital lending 2021 report", 2 marzo 2022.

CFTE, Top FinTech Unicorns 2021 Review, gennaio 2022.

Cheng, X., Guo, F., Chen, J., Li, K., Zhang, Y., and Gao, P. 2019. "Exploring the Trust Influencing Mechanism of Robo-Advisor Service: A Mixed Method Approach," *Sustainability* (11:18), Article 4917.

Cheng, Y.-M. 2020. "Will Robo-Advisors Continue? Roles of Task-Technology Fit, Network Externalities, Gratifications and Flow Experience in Facilitating Continuance Intention," *Kybernetes* (forthcoming).

CONSOB, “A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union?”, Quaderni giuridici, 2018.

CONSOB, “La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari”, Quaderni FinTech, gennaio 2019.

CONSOB, “Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane: attitudini e profili comportamentali”, 2021.

CONSOB, Comunicazione DIN n. 1071590 del 21 settembre 2001.

CONSOB, Comunicazione n. DI/99038880 del 14/05/1999.

CONSOB, Regolamento Intermediari, adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018.

CONSOB, Regolamento n. 11522, 1 luglio 1998.

CONSOB, Relazione per l'anno 1991, <https://www.consob.it>.

CONSOB, Report sugli investimenti finanziari delle famiglie italiane, 2018.

Coombs, C., and Redman, A. 2018. “The Impact Of Robo-Advice On Financial Advisers: A Qualitative Case Study,” 23rd UK Academy for Information Systems International Conference, Oxford.

Cruciani C., Gardenal G., Amitrano G., (2022), Understanding Financial Risk Tolerance. A Risk Management Assessment of Institutional, Behavioral and Normative Dimensions, Palgrave MacMillan.

D.lgs 15 dicembre 2017 n. 218, recepimento della direttiva UE 2015/2366 (PSD2).

D.lgs 17 settembre 2007 n. 164, Attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

D.lgs 23 luglio 1996, n. 415 (Decreto EUROSIM), Recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 e della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993.

D.lgs 24 febbraio 1998 n. 58 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52.

D'Acunto, F., Prabhala, N., and Rossi, A. G. 2019. "The Promises and Pitfalls of Robo-Advising," *The Review of Financial Studies* (32:5), pp. 1983–2020.

Deloitte, *The expansion of Robo-Advisory in Wealth Management*, agosto 2016.

Direttiva 2006/73/CE (MiFID di secondo livello) della commissione del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE.

Direttiva 93/22/CEE del Consiglio Europeo, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi nel campo degli investimenti in valori mobiliari (ISD).

Direttiva MiFID I, "Markets in Financial Instruments Directive", Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

Direttiva MiFID II, Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.

Direttiva UE 2015/2366 del Parlamento Europeo e del Consiglio, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno (PSD2, Payment Service Directive 2).

ESMA, 2 giugno 2017, Final Report. Guidelines on MiFID 2 product governance requirements.

ESMA, 28 maggio 2018, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements.

ESMA, 28 settembre 2012, Guidelines on certain aspects of the MiFID compliance function requirements.

ESMA, 29 aprile 2022, Final Report on the European Commission Mandate on certain aspects relating to retail investor protection.

European Parliament, Robo-advisors. How do they fit in the existing EU regulatory framework, in particular with regard to investor protection?, giugno 2021.

EY FinTech District, "FinTech waves – Italian FinTech Ecosystem 2020", 2020.

EY, Global FinTech Adoption Index 2019.

Fan Lu, Chatterjee Swarn, "*The Utilization of Robo-Advisors by Individual Investors: An Analysis Using Diffusion of Innovation and Information Search Frameworks*", Journal of Financial Counseling and Planning, Volume 31, Number 1, pp. 130-145, 2020.

Ferrari Roberto, "L'ERA DEL FINTECH: La rivoluzione digitale dei servizi finanziari", Pref. di Riccardo Luna, Franco Angeli Edizioni, 2016.

Fulk, M., Grable, J. E., C. F. P., Watkins, K., and Kruger, M. 2018. "Who Uses Robo Advisory Services, and Who Does Not?," Financial Services Review (27:2), pp. 173–188.

Google Trends, popolarità del termine robo advisor in <https://trends.google.it>.

Guo, F., Cheng, X., and Zhang, Y. 2019. "A Conceptual Model of Trust Influencing Factors in Robo- Advisor Products: A Qualitative Study," 18th Wuhan International Conference on E-Business.

Hamory, J. (2018, January 17). Robo-advisors encouraging millennials to invest, but do they understand how it works? LendEDU. Retrieved from <https://lendedu.com/blog/robo-advisors-attracting-millennials/>

Harrison, J. P., and Samaddar, S. 2020. "Who Is Better at Investment Decisions: Man or Machine?", *The Journal of Wealth Management* (23:3), pp. 70–84.

Hayes, A. S. 2019. "The Active Construction of Passive Investors: Roboadvisors and Algorithmic 'Low-Finance'", *Socio-Economic Review*, pp. 1–28.

Hildebrand, C., and Bergner, A. 2020. "Conversational Robo Advisors as Surrogates of Trust: Onboarding Experience, Firm Perception, and Consumer Financial Decision Making," *Journal of the Academy of Marketing Science* (forthcoming).

Hodge, F. D., Mendoza, K., and Sinha, R. 2020. "The Effect of Humanizing Robo-Advisors on Investor Judgments," *Contemporary Accounting Research* (forthcoming).

Hohenberger, C., Lee, C., and Coughlin, J. F. 2019. "Acceptance of Robo-advisors: Effects of Financial Experience Affective Reactions and Self-Enhancement Motives," *Financial Planning Review* (2:2).

Huxley, S. J., & Kim, J. Y. (2016). The short-term nature of robo portfolios. Advisor perspectives. Retrieved from <https://www.advisorperspectives.com/articles/2016/09/12/the-short-term-nature-of-robo-portfolios>.

Jelena Madir, *FinTech Law and Regulation*, Chapter 16: REGULATION OF ROBO-ADVISORY SERVICES, Lee Reiners, 2 settembre 2019.

Jung, D., and Weinhardt, C. 2018. "Robo-Advisors and Financial Decision Inertia: How Choice Architecture Helps to Reduce Inertia in Financial Planning Tools," 39th International Conference on Information Systems (ICIS), San Francisco, USA.

Jung, D., Dorner, V., Glaser, F., and Morana, S. 2018. "Robo-Advisory - Digitalization and Automation of Financial Advisory," *Business & Information Systems Engineering* (60:1), pp. 81–86.

Jung, D., Glaser, F., and Köpplin, W. 2019. "Robo-Advisory: Opportunities and Risks for the Future of Financial Advisory," in *Advances in Consulting Research, Contributions to Management Science*, pp. 405–427.

justETF: Portafogli ETF sempre più semplici, <https://www.justetf.com>.

Klarna, Sito ufficiale, <https://www.klarna.com>.

KPMG International, "Pulse of FinTech H2'21 - Global Analysis of Investment in FinTech", 31 December 2021.

La Repubblica, La ricchezza finanziaria degli italiani, in https://www.repubblica.it/economia/2022/02/03/news/ricchezza_finanziaria_italiani_conti_correnti_inflazione-336269465/.

Legge 2 gennaio 1991, n. 1, Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari (Legge SIM).

Legge 28 dicembre 2015, n. 208, Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge di stabilità 2016).

Legge 6 febbraio 1996, n. 52, Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee - legge comunitaria 1994.

Litterscheidt, R., and Streich, D. J. 2020. "Financial Education and Digital Asset Management: What's in the Black Box?," *Journal of Behavioral and Experimental Economics* (87), Article 101573.

Ludwig, L. (2018, November 7). The rise of the robo advisors - Should you use one? Investor Junkie. Retrieved from <https://investorjunkie.com/35919/robo-advisors/>.

Lusardi, A. (2008). Financial literacy: An essential tool for informed consumer choice? CFS working paper, No. 2008/19. Retrieved from <http://nbnresolving.de/urn:nbn:de:hebis:30-56927>.

Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2007). Financial literacy and retirement preparedness: Evidence and implications for financial education. *Business Economics*, 42(1), 35–44. <https://doi.org/10.2145/20070104>.

Mesbah, N., Tauchert, C., Olt, C. M., and Buxmann, P. 2019. “Promoting Trust in AI-Based Expert Systems,” 25th Americas Conference on Information Systems (AMCIS), Cancun, Mexico.

Money.it – Economia, Finanza e Mercati, <https://www.money.it/Teoria-di-Markowitz>.

Moneyfarm, <https://www.moneyfarm.com>.

Morana, S., Gnewuch, U., Jung, D., and Granig, C. 2020. “The Effect of Anthropomorphism on Investment Decision-Making with Robo-Advisor Chatbots,” 28th European Conference on Information Systems (ECIS).

NTT DATA Corporation, “InsurTech Global Outlook 2022 – Investments”, 2022.

Osservatorio FinTech & InsurTech, Politecnico di Milano: L’Italia spiega le vele, 2018.

Ostern, N. K., Schöler, J., and Moormann, J. 2020. “Toward Voice-Enabled Robotic Advisory for Personalized Wealth Management,” 26th Americas Conference on Information Systems (AMCIS).

P2P Lending: cos’è, come funziona e come investire, Daniele Forza, 14/08/2015, <https://italiancrowdfunding.it>.

PwC, “Il possibile impatto in economia e finanza dei GAFA”, 14 giugno 2018, dati di aboutfintech.de.

PwC, “RegTech – La spinta per il nuovo mercato finanziario”, 2021.

PwC, Piccole FinTech crescono. Con «intelligenza», 2019.

PwC, Robo Advisory moves forward in Italy, 2016.

Rankia, “I migliori Robo Advisor in Italia”, in <https://www.rankia.it>, maggio 2022.

Regolamento (UE) 2016/679 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 aprile 2016, Regolamento generale sulla protezione dei dati (GDPR).

Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014 (MiFIR), sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

Regolamento Delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016, che integra la Direttiva 2014/65/UE.

Reher, M., and Sun, C. 2020. “Automated Financial Management: Diversification and Account Size Flexibility,” *Journal of Investment Management* (17:2), pp. 1–13.

Rühr, A., Berger, B., and Hess, T. 2019a. “A Classification of Decision Automation and Delegation in Digital Investment Management Systems,” 52nd Hawaii International Conference on System Sciences (HICSS).

Sironi Paolo, FinTech Innovation: From Robo-Advisors to Goal Based Investing and Gamification, 2016.

STATISTA, FinTech in Italy, 2018.

STATISTA, Robo advisor asset under management, 2021, <https://www.statista.com/outlook/dmo/fintech/digitalinvestment/roboadvisors/worldwide>.

Tan, G. K. S. 2020. "Robo-Advisors and the Financialization of Lay Investors," *Geoforum* (117), pp. 46–60.

Tertilt, M., and Scholz, P. 2018. "To Advise, or Not to Advise—How Robo-Advisors Evaluate Michael Tertilt and Peter Scholz the Risk Preferences of Private Investors," *The Journal of Wealth Management* (21:2), pp. 80–84.

The European House – Ambrosetti, "Le Banche del Futuro", 2020.

Torno A., Metzler D.R., Torno V., "Robo-What?, Robo-Why?, Robo-How? – A Systematic Literature Review Of Robo-Advice", Twenty-fifth Pacific Asia Conference on Information System, Dubai, UAE, 2021.

Torno, A., and Schildmann, S. 2020. "What Do Robo-Advisors Recommend? - An Analysis of Portfolio Structure, Performance and Risk," in *Enterprise Applications, Markets and Services in the Finance Industry: FinanceCom 2020* (Vol. 401), *Lecture Notes in Business Information Processing*, B. Clapham and J.-A. Koch (eds.), Cham: Springer.

TRECCANI, Definizione di coopetizione,
https://www.treccani.it/vocabolario/coopetizione_%28Neologismi%29/.

TRECCANI, Definizione di SEC, https://www.treccani.it/enciclopedia/sec_res-c00ac8c6-8cce-11e2-b3e0-00271042e8d9_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/.

TRECCANI, Definizione di unbundling,
https://www.treccani.it/enciclopedia/unbundling_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/.

UBP, <https://www.ubp.com/it/glossario-asset-management/asset-classes-0>,
definizione di asset class.

Unicredit, “Le 10 cose da sapere sulla PSD2”, in
<https://www.unicredit.it/it/privati/internet-e-mobile/tutti-i-servizi-internet-e-mobile/domande-utili-e-assistenza/10cosedasaperePSD2.html>.

van Rooij, M., Lusardi, A., & Alessie, R. (2011). Financial literacy and stock market participation. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 449–472.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.006>.

Waliszewski, K., and Warchlewska, A. 2020. “Attitudes towards Artificial Intelligence in the Area of Personal Financial Planning: A Case Study of Selected Countries,” *Entrepreneurship and Sustainability Issues* (8:2), pp. 399–420.