

Quaderni FinTech

La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari

*Gruppo di lavoro Consob, Scuola Superiore Sant'Anna di Pisa, Università Bocconi,
Università di Pavia, Università di Roma 'Tor Vergata', Università di Verona*



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

3

gennaio 2019

*Nella collana dei Quaderni **FinTech**
sono raccolti lavori di ricerca relativi
al fenomeno «FinTech» nei suoi molteplici aspetti
al fine di promuovere la riflessione e
stimolare il dibattito su temi attinenti
all'economia e alla regolamentazione
del sistema finanziario.*

Tutti i diritti riservati.
È consentita la riproduzione
a fini didattici e non commerciali,
a condizione che venga citata la fonte.

CONSOB

00198 Roma - Via G.B. Martini, 3

t +39.06.84771 centralino

f +39.06.8477612

20121 Milano - Via Broletto, 7

t +39.02.724201 centralino

f +39.02.89010696

h www.consob.it

e studi_analisi@consob.it

ISBN 9788894369731

La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari

Gruppo di lavoro CONSOB, Scuola Superiore Sant'Anna di Pisa, Università Bocconi, -
Università di Pavia, Università di Roma 'Tor Vergata', Università di Verona

Sintesi del lavoro

La consulenza automatizzata (*robo advice*) è un fenomeno sempre più diffuso, al quale regolatori nazionali e istituzioni sovranazionali dedicano un'attenzione crescente, come attestano le numerose ricognizioni disponibili e le iniziative tese ad adeguare i presidi normativi esistenti alle innovazioni derivanti dall'automazione.

Il presente lavoro si propone di tracciare una ricognizione del fenomeno in Italia, nonché di valutare possibili profili di attenzione per la tutela dell'investitore *retail*.

A tal fine si è proceduto a raccogliere informazioni e dati sugli operatori domestici attivi nell'offerta di consulenza automatizzata. In un'ottica prospettica, inoltre, si è cercato di valutare anche il contributo che i soggetti già attivi nel comparto della consulenza possono dare allo sviluppo della modalità automatizzata. Nel complesso, hanno partecipato alla ricognizione 20 operatori, di cui dieci banche (gruppi universali o banche-reti), sei *providers* di servizi *online* dedicati anche agli investitori *retail*, un *asset manager* che offre servizi *online* dedicati agli investitori professionali e quattro *software houses*. La partecipazione è avvenuta su base volontaria, anche grazie alla collaborazione di ABI, Ascofind e Assoreti.

Il lavoro si articola in due parti. La prima riporta le informazioni e i dati raccolti nell'ambito della ricognizione sull'offerta di consulenza automatizzata in Italia. La seconda indaga le specialità della consulenza automatizzata rispetto al quadro normativo esistente.

I dati raccolti mostrano che l'offerta di *robo advice* comincia a muovere i primi passi anche nel mercato italiano, con caratteristiche che la rendono soltanto in parte assimilabile a quella maturata in altri contesti.

L'analisi giuridica suggerisce un atteggiamento di tipo *wait and see*, in cui possono eventualmente trovare applicazione strumenti di *soft-regulation* (come, ad esempio, linee-guida), e un approccio di vigilanza di tipo *forward-looking*, coerentemente con i principi individuati dal Parlamento europeo e dalla Commissione europea noti come approccio per attività, neutralità tecnologica e proporzionalità rispetto ai rischi potenziali.

JEL Classifications: D18, G21, G28, G29, K00, K12, K20, K22, K24, L14.

Keywords: FinTech, digitalizzazione, consulenza automatizzata, *robo advice*, consulenza in materia di investimenti, MiFID II.

Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori. Le opinioni espresse nel lavoro sono attribuibili esclusivamente agli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare il presente lavoro, non è, pertanto, corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

* * * * *

Il presente lavoro è stato curato da Nadia Linciano, Paola Soccorso (*CONSOB*) e Raffaele Lener (*Università di Roma 'Tor Vergata'*) e raccoglie i contributi di:

- Luigi De Bernardis, Paolo Ferrara, Nadia Linciano, Paola Soccorso - *CONSOB*
- Erica Palmerini, Stefano Alberti, Pasquale Cuzzola - *Scuola Superiore Sant'Anna di Pisa*
- Filippo Annunziata, Chiara Mosca - *Università Bocconi*
- Raffaele Lener, Marco Giorgi - *Università degli Studi di Roma 'Tor Vergata'*
- Michele de Mari, Corrado Ghielmi - *Università degli Studi di Verona*

Si ringraziano, inoltre, per i preziosi suggerimenti:

- Giuseppe D'Agostino, Simone Alvaro - *CONSOB*
- Paolo Giudici, Gloria Polinesi - *Università degli Studi di Pavia*
- Elisabetta Corapi, Maddalena Marchesi, Fabiano De Santis - *Università degli Studi di Roma 'Tor Vergata'*

Sommario

PARTE I

L'offerta di consulenza automatizzata in Italia 7

1 L'offerta di consulenza automatizzata in Italia: gli operatori e i servizi 7

1.1 Definizione di *advice* e tassonomia dei *robo advisors* 7

1.2 Caratteristiche del servizio offerto 11

2 Profili evolutivi dell'offerta della consulenza automatizzata: quale impulso dagli intermediari tradizionali? 25

2.1 Le prospettive evolutive dell'offerta di consulenza finanziaria in Italia: alcune riflessioni 29

2.2 Caratteristiche del servizio offerto dagli *incumbents* 33

PARTE II

La consulenza automatizzata nel quadro regolamentare vigente 41

1 Elementi eventuali di specialità della consulenza automatizzata rispetto al quadro regolamentare (analisi della fattispecie) 41

1.1 Gli elementi costitutivi della consulenza nella MiFID II: il requisito della personalizzazione 43

1.2 La consulenza su base indipendente nella MiFID II e il *robo advice* 45

1.3 La forma del contratto 48

1.4 Specificità della consulenza in materia di investimenti prestata dai *robo advisors* e confini della riserva di attività 50

2	La disciplina e i profili di <i>compliance</i>	52
2.1	Regime autorizzatorio	53
2.2	Le regole di comportamento. La valutazione di adeguatezza	57
2.3	Le regole di comportamento. La <i>product governance</i>	61
2.4	Le regole di trasparenza	64
2.5	Profili di responsabilità	69
2.6	Profili di responsabilità. Consulenza automatizzata e complessità delle fattispecie di responsabilità	82
3	Servizi di investimento, vendita a distanza e commercio elettronico	91
4	Profili di <i>privacy</i> e <i>cybersecurity</i>	98
4.1	Profili di <i>privacy</i>	98
4.2	Profili di <i>cybersecurity</i>	99
	RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	103

L'offerta di consulenza automatizzata in Italia

1 L'offerta di consulenza automatizzata in Italia: gli operatori e i servizi

La consulenza automatizzata (*robo advice*) è un fenomeno sempre più diffuso, al quale regolatori nazionali e istituzioni sovranazionali dedicano un'attenzione crescente, come attestano le numerose ricognizioni disponibili e le iniziative tese ad adeguare i presidi normativi esistenti alle innovazioni derivanti dall'automazione.

Il presente lavoro si propone di tracciare una ricognizione del fenomeno in Italia, nonché di valutare possibili profili di attenzione per la tutela dell'investitore *retail*.

A tal fine sono stati raccolti dati e informazioni presso dieci operatori domestici attivi nell'offerta di servizi di investimento tramite piattaforme *online* e quattro operatori qualificabili come *software houses*, ossia specializzati nell'offerta di applicativi informatici o *chatbot* destinati a supportare il consulente in una o più fasi della prestazione del servizio. In particolare, le analisi sviluppate nel presente lavoro si fondano sul materiale raccolto sia nel corso di incontri dedicati sia mediante un questionario (disponibile su richiesta)¹.

Prima di procedere nella ricognizione delle evidenze raccolte, è utile precisare l'ambito di riferimento dell'analisi rispetto alla definizione di *advice* e alla tassonomia dei *robo advisors*.

1.1 Definizione di *advice* e tassonomia dei *robo advisors*

Nel rilevare e classificare i *providers* di consulenza automatizzata in Italia si è fatto riferimento alle definizioni di *advice* e di automazione adottate dal Joint Committee delle Autorità europee EBA, ESMA ed EIOPA (ESAs) nei documenti

¹ Incontri e interviste sono stati realizzati nel corso del primo semestre 2017.

pubblicati in materia di *robo advice*². In quei documenti le ESAs fanno riferimento all'*advice 'used in its common meaning of the word, as an opinion or recommendation as to the appropriate choice of action'*³. Questa definizione si discosta da quella più ristretta (e potenzialmente suscettibile di creare spazi di arbitraggio regolamentare) rinvenibile nella disciplina MiFID I e MiFID II, che come noto è imperniata sulla nozione di personalizzazione del consiglio, nel senso che la raccomandazione deve riferirsi a specifici prodotti finanziari e deve fondarsi sulla valutazione delle caratteristiche di uno specifico cliente. Non rientrano pertanto nella definizione di consulenza MiFID: raccomandazioni generali su prodotti finanziari indirizzate al pubblico; attività di *asset allocation* finanziaria; presentazione di portafogli modello per investitoritipo; valutazioni generali su conti consolidati dei clienti; modelli di profilatura dei clienti. Ai sensi della MiFID II, potrebbe qualificarsi come consulenza una raccomandazione implicita o sottintesa, se l'informazione è tale da influenzare la scelta del cliente, nonché la raccolta di informazioni su ciascun cliente da parte dell'intermediario, se si può presumere che tali informazioni siano usate per definire i bisogni del cliente e per formare la base per una raccomandazione personalizzata. Con specifico riferimento alla consulenza automatizzata, il servizio rientrante nell'ambito MiFID II è solo quello offerto direttamente al pubblico attraverso piattaforme digitali (tipicamente basate su internet) per fornire consulenza automatica mediante algoritmi su transazioni aventi ad oggetto specifici strumenti finanziari o portafogli di strumenti finanziari presentati come adatti per uno specifico cliente. Rimangono fuori dal perimetro MiFID i servizi di *robo advice* volti a: raccomandare *asset allocation* del portafoglio finanziario per tipologie predefinite di investitori; fornire informazioni generali e specifiche solo per l'esecuzione di transazioni attraverso piattaforme digitali; supportare esclusivamente l'attività del personale dell'intermediario. L'output potrebbe, invece, essere considerato come raccomandazione personalizzata (quindi, *investment advice*), quando un intermediario guida i clienti in un processo d'investimento *online* automatico attraverso un set di domande di filtro (*filtering questions*).

Ai fini dell'analisi svolta in questa Parte del lavoro si è preferito adottare la più ampia definizione di raccomandazione utilizzata dalle ESAs, al fine di tracciare una ricognizione completa dei *providers* di servizi che pur ricadendo nell'ambito del *wealth management* non necessariamente ricadono nell'ambito di applicazione della MiFID II (perché offrono un servizio carente del profilo della personalizzazione).

Con riferimento alla nozione di automazione, le ESAs definiscono alcune condizioni che individuano diversi livelli di automazione, partendo dalla circostanza in cui è previsto il coinvolgimento umano, sia pure in modo circoscritto a talune fasi della catena del valore, fino alla sua totale esclusione.

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

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

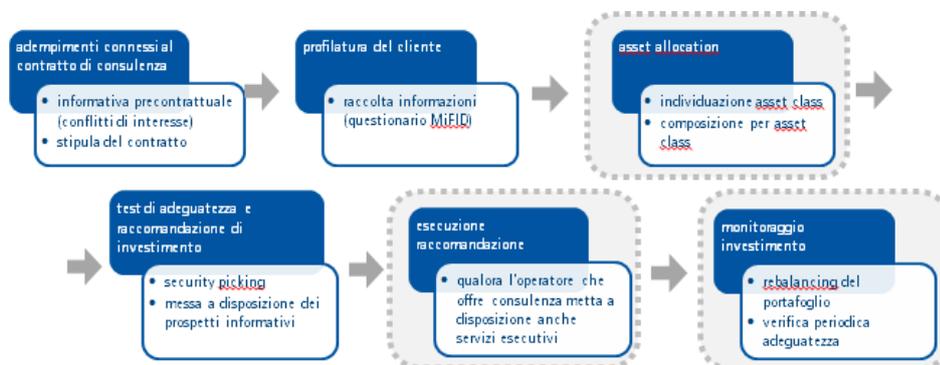
Secondo le ESAs, il requisito dell'automazione ricorre, in particolare, se '1. *The automated tool is used directly by the consumer, without (or with very limited) human intervention*; 2. *An algorithm uses information provided by the consumer to produce an output*; 3. *The output of the tool is, or is perceived to be, financial advice*' (ESAs Joint Committee (2015), pp. 12-14).

La precisazione della nozione di automazione contribuisce anche a circoscrivere la definizione di *advice*, nel senso che secondo le ESAs non concorrono a qualificare un determinato servizio come *advice* altri strumenti automatizzati che non soddisfano le tre condizioni considerate, ovvero che si limitano a fornire informazioni, analisi finanziarie e di mercato generali, pubblicità, calcolatori e algoritmi di comparazione di prodotti e servizi (ESAs Joint Committee, 2015, pp. 12 e 13).

Un altro elemento ritenuto rilevante ai fini della ricognizione dei soggetti attivi nella digitalizzazione del *wealth management* riguarda il grado di automazione del servizio. In generale l'automazione può interessare una o più fasi della catena del valore del servizio di consulenza (Fig. 1).

Al proposito, il primo passaggio riguarda gli adempimenti connessi al contratto di consulenza; seguono la profilatura del cliente (fondata sulla raccolta di informazioni attraverso il cosiddetto questionario MiFID relativo alla valutazione di adeguatezza) e l'elaborazione della raccomandazione di investimento (eventualmente preceduta dalla definizione dell'*asset allocation*). Qualora l'operatore che offre consulenza metta a disposizione anche servizi esecutivi, il processo si sviluppa attraverso l'esecuzione degli ordini connessi alla raccomandazione di investimento. Concludono la schematizzazione esemplificativa della catena del valore (ove previsti dal contratto) il monitoraggio nel continuo dell'investimento e l'eventuale ribilanciamento del portafoglio, anche a seguito degli esiti della verifica periodica dell'adeguatezza del portafoglio raccomandato.

Fig. 1 – La catena del valore della consulenza finanziaria (fasi logiche – operative)



Fonte: elaborazione CONSOB. Le caselle dai bordi discontinui corrispondono a fasi non necessariamente incluse nella catena del valore della consulenza.

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

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

Nei primi due casi, il servizio è diretto all'investitore finale e si qualifica quindi come B2C (*business to consumer*)⁴, mentre l'ultimo modello si qualifica come B2B (*business to business*), ponendo l'automazione a supporto del consulente.

In particolare, nel *robo4advisor* algoritmi e *software* forniti dal *robo* all'intermediario supportano il gestore e/o il consulente in una o più fasi del servizio di investimento offerto ai clienti finali: dalla raccolta di informazioni sul cliente all'elaborazione delle stesse ai fini della valutazione di adeguatezza, dall'*asset allocation* alla *portfolio selection*, dalla formulazione della raccomandazione alla negoziazione e al *portfolio rebalancing* fino ad arrivare al *customer relationship management*.

Infine, nel classificare i soggetti che operano in Italia nel comparto del *robo advice* si è tenuto conto anche dell'eventuale appartenenza a un gruppo finanziario già attivo nel comparto dei servizi di investimento. Sono state individuate, pertanto, due macro-categorie di *providers*: *start-up stand alone* e *robo advisor* di matrice bancaria. Questi ultimi, a loro volta, possono essere autonomi nell'ambito del gruppo di riferimento oppure pienamente integrati con la banca; in quest'ultimo caso la consulenza automatizzata amplia la gamma di servizi digitali eventualmente già offerti dalla banca stessa. Il livello di autonomia del *robo advisor* è massimo nel caso del modello *stand alone*, mentre si riduce, ovviamente, al crescere del grado di integrazione con l'intermediario bancario. Con riferimento al *robo4advisor*, sono attivi anche operatori specializzati nella progettazione di piattaforme *white label*, pronte per essere personalizzate e 'brandizzate'.

Alla luce dei criteri di cui sopra, gli operatori considerati nel presente lavoro sono qualificabili come segue (Tav. 1):

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

Tav. 1 – Caratteristiche degli operatori partecipanti alla ricognizione
(situazione al primo semestre 2017)

	B2C ¹	B2B (<i>robo4advisor</i>)
numero totale	6	3
automazione	parziale ²	--
autonomia		
start-up / stand alone	4	3
operatore di matrice bancaria	1	--
banca	1	--
servizi offerti ³		
consulenza ⁴	3	--
gestione patrimoniale	3	--
esecuzione ordini	2	--
servizi editoriali	1	--
tool automatizzati e/o piattaforme white label	--	3

¹ Il dato non include un *asset manager* la cui offerta *online* è dedicata agli investitori professionali. ² Per un operatore il grado di automazione, inizialmente totale, è divenuto parziale, tanto da far qualificare il servizio di *robo advice* come ibrido. ³ Ogni operatore può offrire più di un servizio. ⁴ Due operatori offrono consulenza indipendente; un operatore offre consulenza indipendente tramite il canale tradizionale e consulenza non indipendente tramite il canale digitale.

1.2 Caratteristiche del servizio offerto

L'analisi delle caratteristiche del servizio offerto dagli operatori di cui alla Tav. 1 è stata condotta avvalendosi dello schema logico della matrice di Osterwalder. In particolare, le informazioni raccolte attraverso la somministrazione di un apposito questionario sono state ricondotte ai quattro pilastri della matrice concernenti, rispettivamente, il servizio offerto (*value proposition*), la clientela servita, la gestione delle infrastrutture e gli aspetti finanziari (Riquadro 1).

La Tavola che segue illustra in sintesi le caratteristiche del servizio di *robo advice* offerto dal campione di soggetti partecipanti alla ricognizione (Tav. 2).

Riquadro 1

Il Business Model Canvas di Osterwalder

Il modello di Osterwalder et al. (2005) rappresenta un'evoluzione della catena del valore di Porter, in quanto supera la visione sequenziale fornitori-azienda-clienti e tiene in considerazione tutta la rete di relazioni che un'azienda deve gestire in un mercato. In particolare, partendo dalla *balanced scorecard* di Kaplan e Norton (1996) basata su quattro prospettive (aspetti economico-finanziari, cliente, processi, apprendimento e crescita), l'impresa viene qualificata come una rete di relazioni variabili nel tempo e nello spazio. Tali relazioni integrano quattro pilastri, a loro volta articolati in nove *building blocks*, che disegnano un 'canovaccio' (*canvas*) del modello di *business*.

Al primo pilastro (prodotto o servizio), fa capo la *value proposition*, intesa come l'insieme degli elementi distintivi dell'offerta. Il secondo pilastro (interfaccia cliente) attiene all'identificazione di target, canali di distribuzione e tipo di relazione. Il terzo pilastro (gestione delle infrastrutture) concerne l'organizzazione delle risorse (definite anche *key activities*), la capacità di cui si dispone e le *partnership* eventualmente attivabili anche per gestire i processi in cui si articola l'offerta del servizio. Infine, gli aspetti finanziari riguardano le fonti di ricavo e la struttura dei costi. A titolo esemplificativo, la tavola che segue declina la matrice rispetto al *business* di un *robo advisor*.

La matrice di Osterwalder

pilastro	blocco	descrizione
Prodotto o servizio	<i>Value proposition</i>	Elementi distintivi rispetto all'offerta preesistente: <ul style="list-style-type: none">• soluzione chiavi-in-mano ('<i>getting the job done</i>')• prezzo• riduzione dei costi (<i>cost reduction</i>)/velocità• accessibilità (per clienti esclusi dal servizio tradizionale)• usabilità/praticità/facilità di utilizzo• <i>design</i> (unicità)• <i>brand</i> (fiducia suscitata dal marchio)
Interfaccia cliente	Clientela target	Caratteristiche distintive della potenziale clientela e delle determinanti della domanda
	Canale distributivo	Tratti peculiari dei canali di contatto con i clienti, ove l'automazione può disintermediare (in tutto o in parte) i <i>provider</i> tradizionali
	Relazioni	Tratti peculiari del rapporto consulente/gestore-cliente nell'ambito della prestazione di servizi di investimento automatizzati, con particolare riferimento alla diversa caratterizzazione dello scambio informativo che intercorre tra i due soggetti
Gestione delle infrastrutture	Attività chiave (<i>value configuration</i>)	Elementi distintivi delle attività chiave e delle scelte strategiche operate per attuare la <i>value proposition</i>
	Competenze	Competenze specifiche (non solo finanziarie e relazionali) richieste alle risorse interne
	<i>Partnership</i>	Accordi con soggetti terzi, fornitori di strumenti e tecnologie, e con soggetti a valle della produzione della raccomandazione (gestori di portafoglio/executori di ordini)
Aspetti finanziari	Struttura costi	Profili finanziari e sostenibilità economica dei modelli di <i>business</i> diffusi sul mercato
	Flusso di ricavi	

Tav. 2 – Caratteristiche del servizio di *robo advice* per modello di *business*
(situazione al primo semestre 2017)

pilastro	blocco	B2C <i>robo advisor</i> ibrido (numero operatori: 6)	B2B <i>robo4advisor</i> (numero operatori: 3)
Servizio	<i>Value proposition</i>	<p>I servizi offerti spaziano dalla raccomandazione non personalizzata alla consulenza personalizzata (anche su base indipendente) e alla gestione di portafoglio¹.</p> <p><i>Value proposition</i> riferibile a una o più delle seguenti categorie:</p> <ul style="list-style-type: none"> • prezzo (politiche di prezzo competitive); • accessibilità (inclusione di clienti disposti ad affidare al consulente patrimoni contenuti); • usabilità (comodità e rapidità del servizio); • <i>brand</i> (fiducia accordata sulla base del passaparola e/o della riconoscibilità del <i>brand</i> del gruppo di appartenenza); • <i>design</i> del servizio (innovatività della proposta). 	<p>I servizi offerti includono:</p> <ul style="list-style-type: none"> • soluzioni chiavi-in-mano (<i>'getting the job done'</i>); • soluzioni <i>cost reduction</i>, basate sulla digitalizzazione di alcune fasi del servizio di consulenza, che consentono all'utente di ridurre i costi di produzione della raccomandazione da fornire ai propri clienti.
	Clientela target	A fronte di un target atteso individuato da <i>Millennials</i> , la platea di clienti effettiva si riferisce a un <i>range</i> di età più ampio e con una disponibilità a investire pari in media a 50 mila euro. Nel caso di operatori di matrice bancaria, tra i clienti già acquisiti dall'intermediario fruiscono del servizio <i>online</i> individui più propensi all'uso del mezzo digitale, in media <i>under</i> -cinquanta, interessati a sperimentare un servizio innovativo e meno costoso.	Operatori finanziari che necessitano di piattaforme tecnologiche per automatizzare alcune fasi del processo al fine di contenere i costi e/o ampliare il perimetro del proprio business.
Interfaccia cliente	Canale distributivo e relazioni	Servizio erogato tramite canale digitale. Assistenza prestata <i>online</i> o, su richiesta, via email o telefono. Non è necessariamente garantita l'assistenza da parte di uno specifico consulente, ma i sistemi informativi di supporto consentono al personale incaricato un'interazione basata sulla conoscenza della situazione del singolo cliente.	Le relazioni tra <i>robo4advisor</i> e intermediario-cliente hanno natura negoziale. La relazione intermediario-cliente finale può insistere sul canale tradizionale.
	<i>Value configuration</i>	<p>Quattro macro-fasi. <i>Goal setting</i>: Il cliente identifica le finalità dell'investimento (istruzione dei figli, integrazione pensione, etc.) e quindi il relativo orizzonte temporale. <i>Profilatura</i>: tramite questionario MiFID (o, per i <i>provider</i> che forniscono servizi diversi dalla consulenza MiFID, attraverso un questionario commerciale). <i>Raccomandazione</i>: sulla base del risultato della profilatura, al cliente viene proposto uno dei portafogli modello definiti dal Comitato investimenti (per i <i>provider</i> che forniscono servizi diversi dalla consulenza MiFID, in questa fase vengono presentati l'informazione finanziaria o il portafoglio modello).¹</p> <p><i>Monitoraggio del portafoglio e rebalancing</i>, automatico o curato dal Comitato investimenti a cadenze predefinite.</p>	Le quattro macro-fasi non sono necessariamente realizzate tutte dal fornitore del servizio. Alcune di esse possono restare in carico all'operatore finanziario che fruisce del servizio di <i>robo4advisor</i> .
Gestione delle infrastrutture	Competenze	Nei modelli sviluppati dalle <i>start up</i> , il personale si caratterizza per elevate competenze digitali e comunicazione <i>web-based</i> .	Elevate competenze informatiche integrate da competenze in ambito finanziario.
	<i>Partnership</i>	Frequente ricorso a fornitori terzi di servizi informatici e tecnologici. In un caso sviluppo della piattaforma <i>in house</i> .	Eventuale <i>partnership</i> con soggetti terzi per la creazione della piattaforma digitale.
	Costi	Il costo di acquisizione di nuovi clienti, generalmente elevato, si riduce nel caso in cui il servizio digitale sia offerto dagli operatori di matrice bancaria a soggetti che già fruiscono di altri servizi offerti tramite i canali tradizionali.	Non sono state raccolte evidenze in merito.
Aspetti finanziari	Ricavi	<i>Fee</i> fissa o percentuale dell'investimento annuo a cui può sommarsi un'ulteriore <i>performance fee</i> .	<i>Fee</i> in percentuale dell'investimento annuo del cliente finale. Tale commissione viene generalmente ripartita tra il <i>robo advisor</i> e il gestore della piattaforma. L'eventuale <i>performance fee</i> , viene solitamente corrisposta <i>in toto</i> al <i>robo advisor</i> .

Fonte: nostre elaborazioni su interviste e questionari. ¹ Due operatori offrono anche il servizio di esecuzione ordini.

Il servizio offerto (value proposition)

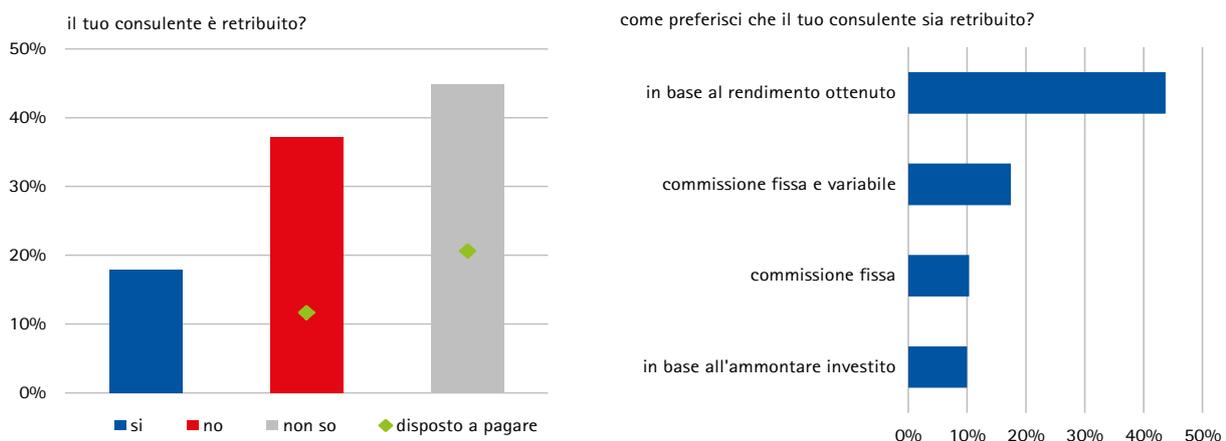
Con riferimento al modello B2C, i servizi offerti comprendono la consulenza e (ormai per quasi tutti i *robo advisors*) la gestione patrimoniale. Due operatori offrono anche servizi esecutivi, che consentono all'investitore di eseguire il consiglio ricevuto tramite la piattaforma messa a disposizione dal *robo advisor*. La raccomandazione ha una validità temporale generalmente predefinita, in modo da garantire che l'eventuale esecuzione del consiglio ricevuto non sia realizzata in un momento troppo lontano da quello in cui è avvenuta la profilatura.

I prodotti oggetto della raccomandazione o della gestione patrimoniale offerte dai *robo advisors* sono costituiti prevalentemente da quote di *Exchange Traded Funds* (Etf) e di fondi comuni di investimento e non includono, nella maggior parte dei casi, prodotti del gruppo di appartenenza.

Il prezzo del servizio costituisce un elemento importante della *value proposition*. Le commissioni applicate al patrimonio *under advice* oscillano dallo 0,3% allo 0,7% annuo; a queste possono aggiungersi altre componenti di costo quali *performance fee* e/o commissioni di sottoscrizione dei prodotti consigliati. Si tratta di valori contenuti rispetto ai prezzi del servizio 'tradizionale' (ossia offerto tramite consulente fisico), che rendono il *robo advice* potenzialmente molto competitivo soprattutto nel contesto domestico, caratterizzato da una bassa disponibilità degli investitori a remunerare la consulenza.

Come emerge dalle evidenze del Rapporto CONSOB 2018 sulle scelte di investimento delle famiglie italiane (di seguito Report), il 37% degli investitori è convinto che la consulenza sia gratuita, mentre il 45% dichiara di non sapere se il consulente viene retribuito. Nel complesso il 50% circa non è disposto a pagare per il servizio (Fig. 2).

Fig. 2 – Disponibilità a pagare per il servizio di consulenza finanziaria



Fonte: CONSOB, Report 2018.

Un ulteriore elemento distintivo del *robo advice* riguarda l'accessibilità del servizio, che risulta massima quando non è prevista alcuna soglia minima di investi-

mento (un caso), mentre appare più limitata nei quattro casi in cui tale soglia corrisponde a 20 mila euro; viceversa, nell'unico caso in cui il patrimonio minimo è pari a 50 mila euro il servizio è potenzialmente meno idoneo alle fasce qualificabili come *mass-mass market*.

Il *robo advice* si differenzia dalla consulenza tradizionale anche per la comodità del servizio, ossia la possibilità per gli investitori con competenze digitali di operare *online* con rapidità, senza vincoli d'orario o logistici. L'esperienza di navigazione offerta dagli operatori *robo* partecipanti alla ricognizione appare agevole e non richiede particolari competenze digitali se non l'abitudine a utilizzare la rete Internet. In tale prospettiva, i fattori critici di successo insistono sulla funzionalità e sulle caratteristiche della piattaforma degli operatori (più che sulle caratteristiche intrinseche del servizio offerto), ossia sulla usabilità *strictu sensu* dei siti web dei *robo advisors* (Riquadro 2).

Passando al cosiddetto *robo4advisor*, i servizi offerti comprendono la digitalizzazione completa o parziale del processo di produzione e distribuzione della raccomandazione. Nel primo caso, il *robo4advisor* predispone piattaforme di servizi in modalità '*white label*', che l'intermediario può personalizzare con il proprio marchio ed eventualmente con i propri prodotti (cosiddette soluzioni chiavi-in-mano). Nel secondo caso, l'operatore offre l'automazione di alcune fasi della catena del valore, che l'intermediario acquisisce in una logica di *cost reduction* o al fine di ampliare il perimetro della clientela servita.

Interfaccia cliente

Nel contesto anglosassone, i clienti di *robo advisors* sono tipicamente i *Millennials*, connotati da un patrimonio *under advice* più contenuto rispetto a quello del cliente medio di un consulente fisico (si veda SCM, 2016, BlackRock, 2016 e Finametrica, 2015). Le prime esperienze domestiche rivelano, invece, una situazione differente: i clienti, prevalentemente uomini, ricadono nella fascia di età compresa tra 40 e 60 anni, sono già avvezzi alle scelte di investimento, dispongono di un reddito medio-alto e (nei casi di *start-up* collegate a un istituto bancario) accedono al *robo advice* per verificarne convenienza e comodità.

Tale evidenza, tuttavia, non è necessariamente indicativa dei possibili sviluppi futuri, poiché riguarda un campione di investitori molto contenuto. Il *robo advice*, infatti, è ancora poco diffuso presso i risparmiatori italiani: se si escludono due operatori che segnalano rispettivamente circa 3.500 e 10 mila clienti (corrispondenti a masse *under advice* pari all'incirca a 160 e 200 milioni di euro; dati a marzo 2017), gli altri casi contano ancora un numero estremamente ridotto di clienti (meno di 50).

Riquadro 2

L'usabilità dei siti dei robo advisors

Per usabilità si intende «il grado in cui un prodotto può essere usato da specifici utenti per raggiungere specifici obiettivi con efficacia, efficienza e soddisfazione in uno specifico contesto d'uso» (norma 9241 Ergonomic requirements for office work with visual display terminals (VDTs) dell'ISO International Organization for Standardization). Un sito che rispetti criteri di usabilità offre agli utenti contenuti facilmente reperibili e fruibili e un'esperienza di navigazione soddisfacente. Per l'analisi dei siti internet dei *robo advisors* partecipanti alla presente ricognizione si è fatto riferimento ai seguenti criteri: velocità e facilità di navigazione, chiarezza e utilità dei contenuti, efficienza del sito.

La **velocità e la facilità di navigazione** sono state valutate rispetto al tempo di caricamento delle pagine e al numero di *click* necessari a raggiungere una qualsiasi pagina del sito partendo dalla *homepage*. Sono stati considerati, inoltre, la familiarità (in termini di posizionamento e riconoscibilità) degli spazi tipici di ogni interfaccia web e la riconoscibilità del menu principale, il numero di voci in questo contenute, la rintracciabilità del logo aziendale e l'utilizzabilità del logo stesso come rimando alla *homepage*, la coerenza a livello di colori, stili, grafica (il colore di un *link*/pulsante, ad esempio, dovrebbe sempre indicare la stessa azione per tutto il sito). È stato verificato se i *link* sono facilmente riconoscibili e se la barra di ricerca, le informazioni di contatto o il form di richiesta di informazioni siano agevolmente reperibili.

Chiarezza e utilità dei contenuti sono state esaminate rispetto a: disposizione del testo; uso dello spazio (anche in termini di interlinea e suddivisione in paragrafi); visibilità dei testi e leggibilità del font utilizzato; coerenza del design all'interno di tutto il sito (in termini di colori, grafica, font, immagini e così via). Sono stati inoltre vagliati la lunghezza delle frasi, la sinteticità e l'incisività di espressione, la chiarezza del lessico. È stato verificato, poi, se alla chiarezza nell'esposizione dei contenuti corrispondesse un'effettiva chiarezza nell'identificazione del tipo di servizio offerto, nonché la presenza di una esplicita indicazione dell'autorizzazione a offrire attività riservate da parte dell'Autorità competente.

In merito all'**efficienza del sito**, infine, è stata constatata l'eventuale presenza di messaggio/ricevuta/email di conferma di ogni operazione realizzata, la completezza delle informazioni (ad esempio, indicazione sintetica dei contenuti dei documenti scaricabili delle dimensioni del file) e la frequenza di pagine di errore.

Alla luce delle evidenze raccolte si può affermare che i sei portali esplorati e relativi a *robo advisors* B2C garantiscono una navigazione rapida, se non immediata. Il menù principale appare sempre istantaneamente riconoscibile nella parte alta della pagina e contiene sempre un numero adeguato di voci (inferiore a sette). Il logo aziendale si trova sempre a sinistra o al centro nella parte alta della pagina ed è sempre costituito da un tasto attivo che permette di essere reindirizzati alla *homepage*. I siti, inoltre, appaiono coerenti rispetto a colori, stili, grafica e offrono link e comandi facilmente identificabili. Nella maggior parte dei casi anche gli spazi dedicati alla ricerca di informazioni e i form di contatto sono agevolmente reperibili.

L'uso di spazio, paragrafazione, font, caratteri speciali e colore risultano quasi sempre adeguati, sebbene talvolta la lunghezza delle frasi, la sintassi e il lessico non consentano l'immediata percezione dei contenuti. In un caso, inoltre, l'esposizione non appare chiara nello scopo, non essendo immediatamente identificabile il tipo di servizio offerto.

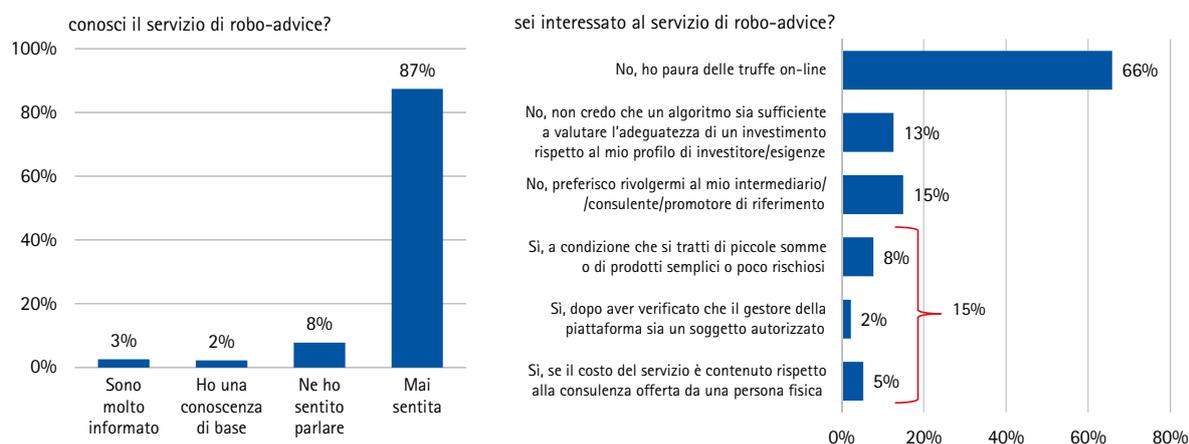
Tutti i siti visitati appaiono efficienti, nel senso che non si è incorsi in errori durante l'esperienza di navigazione. Solo in un caso è stata rilevata la scarsa funzionalità di alcuni rimandi a pagine di approfondimento.

Il dato sul basso livello di diffusione della consulenza automatizzata è in linea con le rilevazioni CONSOB degli ultimi anni (Report 2016) relative alle scelte di investimento di un campione rappresentativo di decisori finanziari italiani. Tali rilevazioni mostrano che la consulenza automatizzata risulta sconosciuta alla maggior parte dei risparmiatori intervistati (87%), i quali dichiarano di essere comunque poco disposti a fruirne (nell'85% dei casi) prevalentemente per timore di possibili truffe *online* (66%; Fig. 3).

L'interesse per il servizio (espresso dal 15% degli intervistati) è più frequente tra gli uomini, i soggetti con elevati livelli di istruzione e alfabetizzazione finanziaria e i più giovani (ai quali si associa un livello di cultura digitale mediamente più elevato)⁵. Da una *survey* condotta da CONSOB, in collaborazione con l'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari (OCF), l'Università di Roma Tre e GfK Eurisko, emerge, tuttavia, che i risparmiatori potrebbero risultare più propensi a fruire del servizio di consulenza automatizzata se esso fosse offerto da uno dei *digital champions* (come Google, Amazon, Facebook, Apple), ossia da operatori che hanno ormai da tempo guadagnato una reputazione di efficienza e affidabilità nel campo dell'*e-commerce* (CONSOB et al., 2017).

Per quanto riguarda la distribuzione, il web gioca ovviamente un ruolo fondamentale nel *robo advice* B2C, rappresentando l'unico (nell'accezione pura del servizio) o il più importante (nel modello ibrido) canale di accesso ai servizi offerti dall'operatore. Per l'accesso al servizio *online* non sono necessarie, in linea di principio, competenze digitali elevate (che comunque non vengono accertate dai fornitori del servizio).

Fig. 3 – Conoscenza e interesse verso il servizio di *robo advice*



Fonte: CONSOB, Report 2016.

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

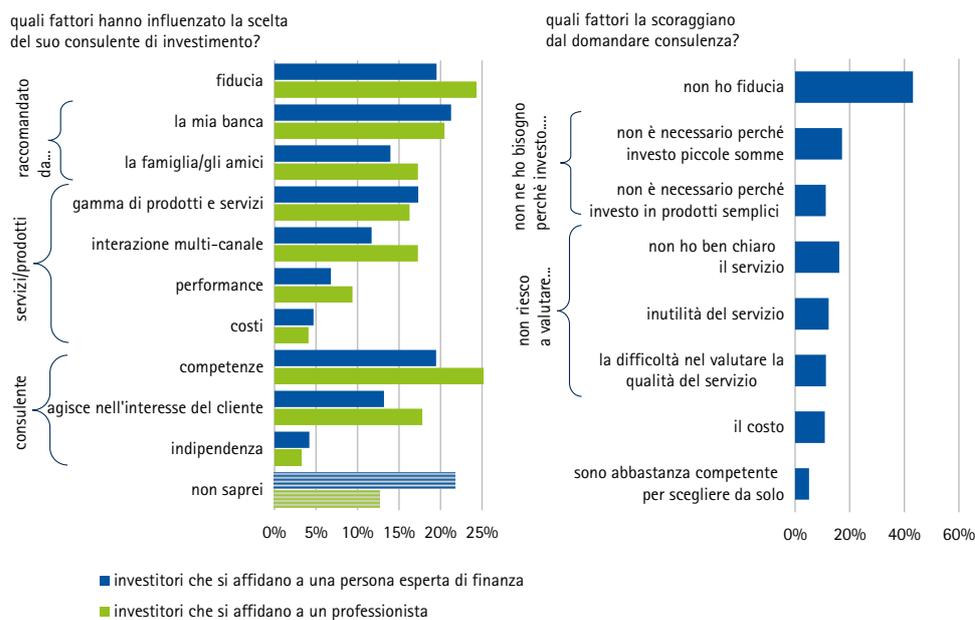
Riquadro 3

Il ruolo delle *soft skills* nella relazione consulente-cliente

Secondo le rilevazioni CONSOB (Report, anni vari), l'investitore assegna un ruolo importante agli aspetti relazionali ai fini sia della scelta del consulente sia della valutazione del servizio ricevuto.

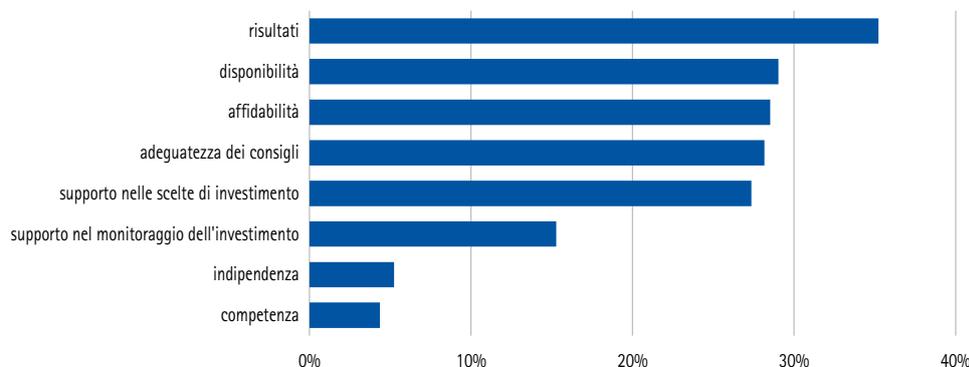
In particolare, tra gli elementi che orientano più di altri la scelta dell'esperto (sia questi un consulente professionale o un funzionario bancario), oltre alle competenze tecniche, si annoverano le indicazioni dell'istituto bancario di riferimento e la fiducia. Analogamente, l'affidabilità percepita appare, subito dopo i risultati, tra gli elementi su cui più di frequente gli investitori maturano delle aspettative nei confronti dell'esperto. In maniera speculare, la mancanza di fiducia è richiamata tra le principali cause del mancato affidamento a un consulente.

Determinanti della domanda di consulenza finanziaria



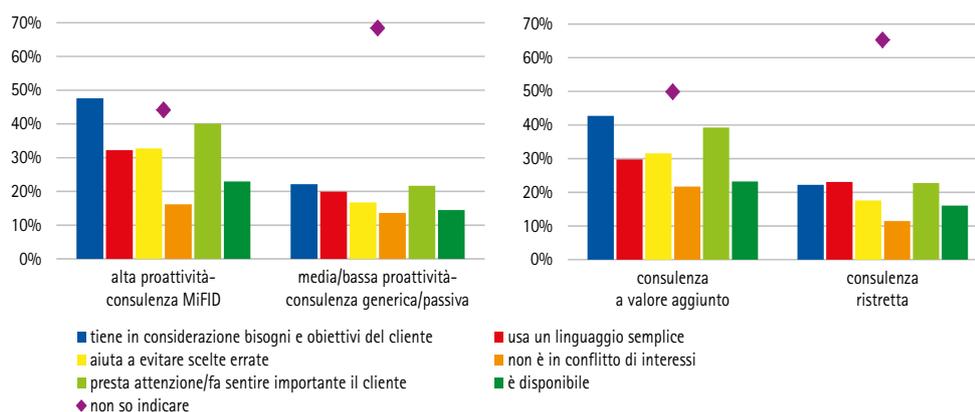
Fonte: CONSOB, Report 2018.

Risultati attesi dal servizio di consulenza finanziaria



Fonte: CONSOB, Report 2017.

Fattori rilevanti nella valutazione del servizio di consulenza finanziaria



Fonte: CONSOB, Report 2017.

Le *soft skills* influiscono anche sul giudizio in merito alla qualità del servizio ricevuto. In particolare, tra coloro che indicano elementi utili per la valutazione della consulenza (tra il 30% e il 60% degli intervistati a seconda del tipo di servizio fruito), il fatto di ricevere attenzione da parte del professionista o di percepirne la disponibilità rileva almeno tanto quanto la convinzione che questi contribuisca a evitare scelte di investimento errate.

Al canale web, tuttavia, si può affiancare l'interazione con il consulente fisico nella fase di assistenza del cliente, che spesso permette agli investitori di scegliere tra l'opzione digitale e quella umana (per maggiori dettagli, si rimanda al successivo paragrafo *Gestione delle infrastrutture*). In generale, le evidenze raccolte mostrano che l'interazione tra cliente e consulente resta un fattore critico di successo, tanto da orientare il mercato verso la valorizzazione della relazione 'umana' sia nell'ambito della consulenza automatizzata, in cui il modello ibrido è nettamente prevalso (prevedendo occasioni di interazione 'umana' in una o più fasi), sia nell'ambito della consulenza tradizionale, dove la digitalizzazione di una o più fasi del processo è strumentale ad ampliare gli spazi che il professionista può dedicare alla cura della relazione con i clienti. Questo orientamento è in linea, tra le altre cose, con la propensione degli investitori assistiti da consulenza a valorizzare aspetti empatici e relazionali sia nella scelta sia nella valutazione del professionista (Riquadro 3).

Le piattaforme dei *robo advisors* partecipanti alla ricognizione affidano al canale web uno dei momenti più importanti della relazione consulente-cliente, ossia la raccolta, tramite appositi questionari, di informazioni funzionali alla profilatura dell'investitore e alla valutazione di adeguatezza della raccomandazione di investimento.

I questionari compilabili *online* sono stati elaborati con il supporto di professionisti esterni (consulenti o docenti universitari) esperti di *compliance*, statistica, comunicazione o (in due casi) di psicologia cognitiva e finanza comportamentale. La maggior parte degli operatori coinvolti nella ricerca ha effettuato un test pilota per verificare la comprensibilità e la bontà del questionario per la profilatura; un *robo advisor*, in particolare, ha dichiarato di condurre analisi a campione e monitoraggi periodici per testare l'affidabilità dello strumento di rilevazione.

La procedura per la raccolta delle informazioni consente di realizzare dei controlli di congruenza (e non contraddizione) tra le risposte fornite dal cliente a domande diverse che insistono sul medesimo tema e prevede un aggiornamento periodico del profilo (con una frequenza che varia da intermediario a intermediario) ovvero la ri-profilatura su richiesta del cliente stesso.

Gli operatori hanno dichiarato, infine, che l'acquisizione e la gestione delle informazioni per la profilatura seguono procedure e utilizzano mezzi tecnici che garantiscono la sicurezza del flusso dei dati in entrata, in ottemperanza alla normativa di riferimento.

Per completare l'analisi di questa fase centrale nell'offerta del servizio di consulenza si è proceduto a verificare che i questionari utilizzati dai *robo advisors* B2C per la profilatura del cliente presentassero caratteristiche di affidabilità e validità, in termini di chiarezza e comprensibilità dei contenuti e dei profili linguistico-testuali secondo un processo di *testing* già sperimentato e documentato in letteratura economica (per una rassegna della letteratura e per l'analisi del caso italiano si veda, tra gli altri, Linciano e Soccorso, 2012). Al proposito, non sembrerebbero emergere criticità significative, come si dettaglia nel Riquadro 4.

Riquadro 4

I questionari per la valutazione dell'adeguatezza dei *robo advisors*

I questionari di profilatura della clientela utilizzati dai *robo advisors* partecipanti alla presente ricognizione sono stati esaminati seguendo l'approccio già utilizzato in un precedente studio CONSOB (Linciano e Soccorso, 2012). In particolare, sono stati analizzati contenuti, tipologia di domande, aspetto grafico delle pagine dedicate al questionario (cosiddetto *layouting*) e taluni profili linguistico-testuali.

Contenuti

I questionari contengono un numero medio di domande pari a 24, con un massimo di 35. Quasi tutti i questionari sono articolati in più sezioni, che nella maggior parte dei casi riflettono, anche se non esattamente, le aree indicate dalla MiFID II: 1) esperienze e conoscenze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio; 2) situazione finanziaria; 3) obiettivi d'investimento. Un format contiene un numero superiore di sezioni (relative rispettivamente a variabili socio-metriche, attitudini comportamentali, esperienze di investimento, conoscenze, obiettivi di investimento, situazione patrimoniale-reddituale e propensione a investire in prodotti finanziari assicurativi).

Con riferimento al contenuto delle domande, solo metà dei questionari rileva variabili socio-metriche riferite prevalentemente all'età o alla composizione del nucleo familiare dell'investitore. Le domande dedicate alla dimestichezza con servizi/operazioni/strumenti finanziari sono quelle in genere più numerose (in media 10), ma solo in due questionari sono presenti quesiti tesi ad accertare la conoscenza di concetti finanziari di base, quali la 'relazione positiva fra rendimento atteso e rischio', il 'rischio di cambio/mercato/credito' o la 'diversificazione del rischio'. Per quanto riguarda la sezione riferita alla situazione finanziaria, il numero delle domande su attività/investimenti/beni immobili e impegni finanziari del cliente, in media pari a cinque, va da un minimo di due a un massimo di sei. La maggior parte dei questionari contiene solo domande relative a disponibilità finanziarie, fonti di reddito e impegni finanziari regolari, e in un solo caso sono esplorate anche le previsioni in merito a possibili variazioni delle spese. La sezione riferita agli obiettivi di investimento è coperta in media da otto domande (da un minimo di quattro a un massimo di 14). Quasi tutti i questionari rilevano le finalità e l'orizzonte temporale dell'investimento, il profilo di rischio dell'intervistato (nei termini di preferenza verso un particolare profilo di rischio-rendimento), la capacità emotiva di assumere rischio e l'avversione alle perdite. Nessun format rileva il grado di impazienza degli investitori che, come suggerito da numerosi studi di finanza comportamentale può alterare la propensione al rischio degli individui e renderla instabile nel tempo⁶.

6 Si vedano, tra gli altri, Loewenstein (1988), Loewenstein e Prelec (1991), Thaler (1981) e Thaler e Hersh (1981).

Layouting

L'analisi di *layouting* si è concentrata sugli aspetti di 'formattazione' che possono rendere più o meno agevole la lettura e la compilazione dei questionari da parte dei clienti. In particolare sono stati considerati il font utilizzato, l'interlinea e la suddivisione in paragrafi, la presenza di una colonna/uno spazio destinati ad accogliere le risposte, l'eventuale numerazione delle pagine e delle domande. Non tutti i questionari contengono pagine numerate, ma la maggior parte prevede la numerazione delle domande. Il font e l'interlinea sono generalmente adeguati, ossia scelti in modo da rendere la lettura non faticosa, gli spazi grafici identificano chiaramente le sezioni e le aree dedicate alla risposta. Alla giustificazione del testo si preferisce l'allineamento a sinistra, che dovrebbe favorire la lettura.

Struttura

Solo uno dei questionari utilizzati contiene un preambolo che spiega le finalità del questionario e identifica la normativa di riferimento ai sensi della quale l'intermediario raccoglie informazioni personali sul (potenziale) cliente⁷. Come già ricordato, i questionari raggruppano le domande per sezioni o per temi rispettando, quasi sempre, una sequenza che facilita la concentrazione del lettore su un argomento alla volta.

Tipologia e formato delle domande e delle alternative di risposta

L'analisi ha verificato se la tipologia e delle domande e il formato delle alternative di risposte utilizzati possono orientare le risposte del cliente. In particolare le domande sono state distinte in varie categorie: quantitative *versus* qualitative; a risposta chiusa⁸, aperta-guidata o aperta (a seconda che sia prevista o meno la risposta '*non risponde/non so*'⁹). La maggior parte dei questionari si caratterizza per la preponderanza di domande qualitative rispetto alle quantitative e tutti associano alle domande formulate nei propri questionari

- 7 Si ricorda al proposito che, con specifico riferimento ai servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafoglio, gli Orientamenti ESMA 2018 in materia di valutazione di adeguatezza stabiliscono che l'intermediario dovrebbe informare il proprio cliente della valutazione di adeguatezza ed evidenziare che i dati raccolti gli consentono di agire nel migliore interesse del cliente. Disposizioni specifiche sono dettate, poi, per la consulenza automatizzata per la quale si precisa tra le altre cose che bisognerebbe spiegare «che le risposte fornite dai clienti influiranno direttamente sulla determinazione dell'idoneità delle decisioni di investimento raccomandate o adottate per loro conto» e, nel caso in cui venga utilizzato un questionario *online*, «che le risposte al questionario possono costituire l'unica base per la consulenza automatizzata» (ovvero che verranno utilizzate altre informazioni o altri conti del cliente).
- 8 La risposta può essere dicotomica (sì/no), politomica o ad alternativa fissa; può essere multipla, a scala numerica o a scala verbale (un esempio è la scala di Likert che prevede una sequenza di risposte che vanno da 'molto d'accordo' a 'per nulla d'accordo').
- 9 Si ricorda, a tal proposito, che la Direttiva di 2 livello stabilisce che 'L'impresa di investimento non incoraggia un cliente o potenziale cliente a non fornire le informazioni richieste ai fini dell'applicazione dell'articolo 19, paragrafi 4 e 5, della Direttiva 2004/39/CE'.

prevalentemente risposte politomiche¹⁰. Solo in due casi sono utilizzate domande in batteria, ossia serie di domande che variano solo nell'oggetto al quale si riferiscono ma sono precedute dalla stessa introduzione e seguite da risposte con la stessa formulazione. Questa tipologia di domande se da un lato può risultare utile a ridurre la lunghezza del questionario e il tempo dell'intervista, dall'altro può facilitare risposte casuali e/o meccanicamente uguali tra loro: l'intervistato può essere indotto, infatti, a utilizzare una 'scorciatoia di pensiero', scegliendo l'opzione che si posiziona centralmente nella scala delle alternative di risposta a prescindere dal contenuto della domanda (cosiddetta *central tendency*). Per controllare questo effetto si possono inserire domande di controllo a polarità invertita, che tuttavia non sono state previste in nessuno dei due questionari citati. In due questionari sono utilizzate domande filtro, che permettono di saltare uno o più quesiti successivi al verificarsi di talune condizioni, prevedendo la facoltà di non rispondere o di rispondere 'non so'; in taluni casi la procedura informatica utilizzata non permette di scegliere più volte l'opzione 'non rispondo' tra le alternative proposte. Un solo format contiene una domanda aperta.

Profili linguistico-testuali

L'esame linguistico-testuale dei questionari esaminati non rileva particolari criticità. La struttura sintattica appare lineare e fruibile, sebbene la lunghezza delle frasi sia molto variabile da format a format (si passa da un numero medio minimo di parole per frase pari a circa 200 a un numero medio massimo di circa 1.300).

Due dei questionari esaminati richiedono al cliente di auto-valutare le proprie conoscenze, seguendo così un approccio disallineato rispetto agli Orientamenti ESMA (2018) che, a proposito dell'affidabilità delle informazioni sui clienti, ribadiscono quanto già affermato negli Orientamenti del 25 giugno 2012 (ESMA, 2012), ossia che «*Le imprese dovrebbero adottare misure ragionevoli e disporre di strumenti idonei a garantire che le informazioni raccolte sui loro clienti siano affidabili e coerenti, senza basarsi indebitamente sull'autovalutazione dei clienti*» (Orientamento generale 4, p. 14) e aggiungono esempi di modalità utili per controbilanciare l'autovalutazione con criteri oggettivi.

La scelta lessicale privilegia termini semplici e di uso comune; in due casi, tuttavia, le domande su conoscenze ed esperienze fanno esplicito riferimento a determinati prodotti, senza prevedere la possibilità di rispondere 'non so'. Le domande non risultano connotate 'emotivamente' (*loaded question*) o formulate in modo tale da orientare la risposta e indurre acquiescenza (*leading question*). Esse infine non si riferiscono a più variabili insieme (*double-barreled questions*), ma insistono su singoli argomenti e prevedono risposte univoche. Tali evidenze consentono di concludere che i termini utilizzati e la struttura dei quesiti paiono generalmente rispettare i criteri necessari a garantire che il questionario sia comprensibile e chiaro.

10 La scala verbale è prevista solo in due questionari.

Gestione delle infrastrutture

Il *management* infrastrutturale si articola nelle attività strategiche da porre in essere per attuare la *value proposition*. Tali attività sono riferibili sia ai cosiddetti processi fondamentali, ossia i processi necessari per il funzionamento del modello di *business*, sia agli aspetti tecnologici, ossia ai servizi informatici e alle piattaforme tecnologiche a supporto del business aziendale. Secondo le evidenze raccolte, il grado di digitalizzazione di una o più fasi del servizio di consulenza risulta eterogeneo tra operatori.

Uno dei tre operatori che si sono qualificati come *robo advisors* ibridi ha indicato che il cliente può richiedere l'interazione con un consulente fisico in ciascuna fase del processo, dalla raccolta delle informazioni per la valutazione di adeguatezza fino al monitoraggio dei portafogli e al supporto tecnico all'utilizzo del mezzo digitale. Un secondo *robo advisor* definisce totalmente automatizzate solo le fasi di raccolta ed elaborazione delle informazioni sul cliente e quella del monitoraggio dell'investimento, mentre nella fase di produzione del consiglio di investimento è possibile interagire con il consulente su richiesta del; il *customer relationship management* (CRM) e il supporto all'utilizzo del mezzo digitale sono interamente demandate all'interazione umana. Un terzo operatore ha completamente automatizzato le fasi a monte del servizio di consulenza (raccolta ed elaborazione delle informazioni e produzione della raccomandazione) e offre l'interazione con il consulente su richiesta del cliente durante il monitoraggio del portafoglio, nonché per il CRM e l'assistenza.

Allo stesso modo, risulta eterogenea la modalità di sviluppo della architettura digitale. In alcuni casi l'automazione di una o più fasi del servizio viene sviluppata *in house*, in altri esternalizzata attraverso contratti di fornitura e *partnership* per l'acquisizione presso soggetti terzi di servizi informatici. Le scelte osservate sono ovviamente guidate dalle *competenze* specifiche disponibili *in house*, che variano anche in ragione del modello di *business* degli operatori (essendo talvolta meno incisive di quelle di tipo prettamente finanziario o commerciale-relazionale), e, nel caso in cui la consulenza automatizzata venga offerta da un intermediario già attivo nel settore, dal grado di automazione e dalla struttura organizzativa preesistenti.

L'alternativa allo sviluppo *in house* è l'avvalersi di soggetti terzi che, al pari dei quattro operatori incontrati nell'ambito della presente ricognizione, sono specializzati sia nella progettazione di piattaforme di *robo advice* sia nella fornitura di servizi informatici da tempo già utilizzati anche dagli operatori tradizionali per specifici sotto-processi (ad esempio, motori per l'*asset allocation* e la definizione di portafogli).

Per quanto riguarda infine l'automazione dell'esecuzione della raccomandazione prestata al cliente, gli operatori di origine bancaria dispongono dell'infrastruttura necessaria, mentre gli operatori *stand alone* hanno preferito avvalersi di *partner* esterni, ad esempio una banca per l'esecuzione degli ordini oppure il gestore della piattaforma che ospita più *advisors* per i processi amministrativi (ad esempio, l'apertura di un conto deposito).

Aspetti finanziari

Come già anticipato, l'offerta di servizi di consulenza digitalizzata fa leva su politiche di prezzo competitive che il *provider* è in grado di implementare in ragione dei guadagni di efficienza consentiti dall'applicazione delle nuove tecnologie¹¹. L'innovazione consente infatti la replicabilità dell'offerta su ampia scala, generando economie di scala che in prospettiva riducono i costi unitari di offerta del servizio.

Come si evince dalle informazioni fornite dagli operatori consultati, tuttavia, il costo che i *robo advisors* devono sostenere per l'acquisizione di nuovi clienti è elevato. Ciò pone a rischio la sostenibilità economica nel breve-medio periodo dei relativi modelli di *business*, sollevando una sfida che accomuna gli operatori domestici a realtà internazionali caratterizzate da un maggiore sviluppo della consulenza automatizzata¹².

2 Profili evolutivi dell'offerta della consulenza automatizzata: quale impulso dagli intermediari tradizionali?

L'innovazione tecnologica ha interessato il settore finanziario da diversi decenni, andando a modificare progressivamente e a ritmi crescenti aspetti del *business* sempre più ampi, dalla gestione delle informazioni all'esecuzione delle transazioni, alla relazione con il cliente.

A partire dagli anni '90, l'uso di Internet nel settore finanziario si è andato intensificando passando dai 'siti-vetrina' (basati sulla replica *online* di contenuti disponibili *offline*) al *social web* fino ai prodotti e servizi pensati per la distribuzione digitale. La rete Internet ha contribuito a un processo di disintermediazione¹³ che, al pari di quanto avvenuto in altri mercati, ha consentito al cliente di accedere direttamente al prodotto. Tale evoluzione non si è necessariamente tradotta nella sostituzione integrale dell'intermediario finanziario, che ha sempre più spesso operato in una logica di multicanalità (in cui Internet affianca i canali tradizionali), trovandosi al contempo nella necessità di offrire servizi a maggiore valore aggiunto che ne potessero riqualificare il ruolo¹⁴. Al proposito, è interessante ricordare l'esperienza delle banche nella digitalizzazione dei servizi di pagamento e, sebbene con minore intensità, nell'erogazione del credito a imprese e consumatori *retail*. In questi ambiti, negli

11 BlackRock (2016) ha stimato che, sulla base della composizione dei costi a livello unitario, in media, la *fee* richiesta dai *robo advisors* è circa 130/180 punti base più bassa di quella richiesta da un intermediario tradizionale per un fondo bilanciato.

12 Per il mercato inglese si veda SCM (2016), BlackRock (2016) e Finametrica (2015).

13 Il termine 'disintermediazione' fu coniato negli anni '80, con riferimento al mercato dei servizi finanziari, e definisce la tendenza dei produttori di beni e servizi a interfacciarsi direttamente con il risparmiatore, saltando i canali di distribuzione, ossia 'il sistema di relazioni che intercorrono tra gli operatori coinvolti nell'acquisto e nella vendita di prodotti e servizi', colmando i gap esistenti tra produttori e consumatori in termini di tempo (tra tempo della produzione e del consumo), spazio (tra luogo della produzione e del consumo), dimensione (i produttori vendono grandi 'blocchi', che gli intermediari frazionano), informazione (gli intermediari conoscono il prodotto meglio del cliente, e conoscono il cliente meglio del produttore; Bowersox et al., 1992).

14 French e Leyshon (2004) fanno riferimento al processo di 're-intermediazione'.

ultimi anni, attori non bancari (siano essi digitali, tecnologici, società di telecomunicazioni, *players corporate* dotati di un *network* fisico esteso ovvero FinTech specializzate in specifici ambiti) hanno intercettato, da soli o in *partnership* con altri operatori, segmenti specifici della catena del valore, frammentandola e attraendo una parte della clientela. A queste evoluzioni fa fronte un crescente utilizzo dei servizi bancari *online*, benché la percentuale di internauti che in ambito domestico accede alla banca tramite il canale digitale rimanga inferiore al dato europeo (rispettivamente, 42% e 59%; European House Ambrosetti, 2015) e sebbene la familiarità degli italiani con l'utilizzo della rete e dei mezzi di pagamento digitali sia ancora al di sotto di quella registrata negli altri paesi dell'Area euro (World Bank, 2017).

È dunque pertinente chiedersi se, come già accaduto nel contesto dei servizi di pagamento, gli operatori tradizionalmente attivi nel comparto della consulenza finanziaria potranno, in prospettiva, contribuire allo sviluppo della consulenza automatizzata.

Come noto, nel contesto domestico la consulenza finanziaria è offerta da una pluralità di soggetti (banche, SIM, SGR e consulenti finanziari), con caratteristiche e modelli organizzativi eterogenei anche in funzione dei segmenti di mercato serviti (Riquadro 5).

Tali soggetti hanno già dato spazio all'automazione dei processi di una o più fasi della catena del valore della consulenza. L'aspetto innovativo riferibile al *robo advisor* concerne l'automazione del cosiddetto 'ultimo miglio', ossia della gestione in autonomia (più o meno totale) dei processi di profilazione e *asset allocation* da parte del cliente.

Per le banche, la digitalizzazione anche dell'ultimo miglio della consulenza potrebbe configurarsi come l'apertura di un canale distributivo alternativo a quello tradizionale, con ricadute potenzialmente rilevanti sulle strategie organizzative e sulle dinamiche competitive del settore. In questa ottica, lo sviluppo della consulenza automatizzata potrebbe divenire una leva per la 'riconversione' del servizio tradizionale secondo direttrici diversificate in funzione del modello di *business* degli operatori.

Al fine di valutare le prospettive di automazione del servizio di consulenza da parte degli intermediari già attivi sul mercato, nel presente lavoro si è proceduto ad articolare l'analisi secondo due piani concettuali riconducibili, rispettivamente, al modello delle cinque forze competitive di Porter (1980; 2008) e al già menzionato Business Model Canvas di Osterwalder et al. (2015).

Il modello di Porter, come noto, consente di analizzare gli elementi di cambiamento nel contesto esterno che possono avere un impatto sulla posizione competitiva e sulla redditività a lungo termine delle aziende *incumbent*, ossia: la minaccia di nuove entrate, l'offerta di prodotti e servizi sostitutivi, il potere contrattuale degli acquirenti, il potere contrattuale dei fornitori, l'intensità della rivalità tra *competitors*. Il modello di Osterwalder costituisce uno strumento per individuare i punti di forza e di debolezza, attraverso un'approfondita diagnosi delle risorse e competenze a disposizione, al fine di cogliere le opportunità ed evitare le minacce derivanti dall'ambiente esterno.

Riquadro 5

L'offerta di consulenza finanziaria in Italia: operatori e livello di servizio

Ai sensi del quadro normativo vigente, i soggetti che possono erogare consulenza in materia di investimenti sono banche, SIM e SGR nonché i consulenti finanziari (persone fisiche e giuridiche, ex artt. 18-*bis* e 18-*ter* del Tuf). Con riferimento a quest'ultima categoria di soggetti, si rammenta che la legge 28 dicembre 2015, n. 208 (Legge di stabilità per il 2016) nell'istituire l'albo unico dei consulenti finanziari e nel modificare i relativi assetti di vigilanza, ha rinominato i consulenti di cui all'art. 18-*bis* del Tuf «consulenti finanziari autonomi» e i promotori finanziari «consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede».

L'entrata in vigore della Direttiva 2004/39/CE (MiFID, nel seguito) nel 2007 ha innescato una certa articolazione nei soggetti che offrono il servizio di consulenza in Italia: agli intermediari bancari, che hanno dovuto adottare modelli di servizio e procedure specifiche conformemente alla disciplina comunitaria, si sono affiancate le SIM rivenienti dalla trasformazione di società di consulenza finanziaria preesistenti, che hanno potuto così continuare a svolgere la propria attività, nonché consulenti finanziari individuali e società costituite in forma di società per azioni o società a responsabilità limitata attive prima del novembre 2007, che hanno beneficiato di un regime di proroga fino all'istituzione del già menzionato albo unico dei consulenti finanziari.

A partire dal 2009, il numero di operatori domestici che offrono il servizio di consulenza si è progressivamente ridotto, a seguito dei processi di aggregazione e consolidamento innescati nel comparto dei servizi di investimento anche dalla crisi finanziaria. In particolare, le banche autorizzate a erogare consulenza sono passate da circa 700 nel 2010 a circa 470 nel 2017 mentre, nello stesso periodo, il numero di SIM è calato da 110 a 70 (CONSOB, 2018, Relazione annuale per l'anno 2017).

Secondo i dati evidenziati nella Relazione annuale dell'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari (OCF) per l'anno 2017, la raccolta netta complessiva realizzata dalle reti dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede si è attestata a 39,2 miliardi di euro, in aumento del 19% circa rispetto al 2016 e di poco più del 17% rispetto al 2015, anno in cui si era registrato il precedente massimo. Il patrimonio complessivo rappresentativo dei prodotti finanziari e dei servizi d'investimento distribuiti dalle imprese aderenti ad Assoreti è stato pari a 518,5 miliardi di euro con un aumento di poco più del 10% rispetto all'anno precedente.

I modelli di servizio proposti dagli intermediari presentano declinazioni differenti in funzione del livello di personalizzazione (dalla massima standardizzazione ispirata a un approccio prodotto-centrico alla massima personalizzazione basata su un approccio cliente-centrico), del target di clientela servita (ad esempio, *mass*, *affluent*, *private*, professionisti, imprenditori, *rentiers*), delle modalità di remunerazione e del ruolo e delle competenze dei professionisti coinvolti (dipendenti o altro).

In ambito bancario, dove operano sia banche/gruppi universali (specializzati nell'offerta di servizi di investimento prevalentemente tramite il canale distributivo tradizionale e per i quali l'attività creditizia tipica risulta preponderante anche in termini di margini reddituali) sia reti specializzate di consulenti, il livello di servizio può spaziare dalla cosiddetta consulenza di base (raccomandazioni personalizzate e specifiche ma riferite a una gamma ristretta di prodotti), a quella avanzata (raccomandazioni personalizzate, riferite a prodotti specifici e basate su una ampia gamma di prodotti e sulla valutazione dell'adeguatezza periodica; Sabatini, 2012).

La consulenza di base risulta generalmente abbinata ai servizi esecutivi relativi a (singoli) prodotti a catalogo (singoli titoli o fondi), tipicamente emessi dalla banca e/o da altri istituti del gruppo di appartenenza; non viene autonomamente remunerata (poiché le commissioni sul prodotto acquistato dal cliente sono destinate al *manufacturer* che poi ne retrocede una parte alla rete distributiva); è destinata alla clientela *mass market* (e al relativo patrimonio presso la banca) il cui bisogno è rappresentato soprattutto dall'accumulazione e creazione di capitale per integrare la pensione o per sostenere spese future. La valutazione di adeguatezza viene effettuata secondo un'analisi multivariata dei rischi ed è caratterizzata da una validità temporale definita secondo varie modalità. In alcuni casi viene inoltre offerta una comunicazione standardizzata su base periodica relativa a eventuali disallineamenti e/o l'informativa sulla variazione del rating dei prodotti collocati o distribuiti. Gli interlocutori del cliente sono figure professionali differenti, a seconda del target di clientela, che hanno generalmente competenze specialistiche limitate. L'erogazione del servizio avviene secondo un processo semplificato (riconciliabile a un singolo check-up finanziario), nell'ambito del quale il professionista si avvale di strumenti di supporto quali questionari di profilatura basici e portafogli modello predefiniti da un team dedicato (*advisory*).

Nel tempo, è cresciuto il numero di intermediari che ha differenziato o sta differenziando il servizio, portandosi anche verso la cosiddetta consulenza evoluta, caratterizzata da un servizio integrato, destinato a investitori con patrimoni elevati e che risponde a bisogni articolati, quali la protezione del patrimonio anche immobiliare, il

Nel primo semestre 2017, quindi, si è proceduto a incontrare dieci tra i principali istituti bancari italiani, rappresentativi di oltre il 50% degli attivi bancari domestici. Di questi, sette sono qualificabili come banche-rete, prevalentemente orientati alla raccolta del risparmio e alla distribuzione di prodotti e servizi di investimento, e tre come banche tradizionali, che affiancano alla raccolta del risparmio attività di finanziamento alle imprese e alle famiglie con la conseguente assunzione di rischi in proprio. Agli istituti coinvolti, è stato somministrato un questionario strutturato secondo lo schema di Osterwalder, le cui risultanze verranno esposte nel paragrafo 2.2.

passaggio generazionale d'impresa, la pianificazione fiscale, previdenziale e successoria. Il servizio può essere riferito a una porzione di *asset* oppure alle risorse affidate anche ad altri intermediari (secondo l'approccio dei *family office*). Il livello del servizio si ispira quindi alla logica di portafoglio e, conseguentemente, la valutazione di adeguatezza è per portafoglio e riferita a un ampio spettro di prodotti (inclusi titoli, Etf, derivati e prodotti assicurativi). La consulenza evoluta si qualifica anche per un monitoraggio e una reportistica frequenti e, quindi, per la possibilità di individuare e correggere in modo tempestivo eventuali scostamenti dal livello di rischio prescelto. Il servizio viene remunerato autonomamente, mediante commissioni che possono essere variamente definite e che, in molti casi, sono flessibili, in funzione della soluzione e delle analisi richieste dal cliente. In particolare, le tipologie di *pricing* più diffuse sono quelle *fee only*, che riguardano esclusivamente il servizio di consulenza, o *fee on top*, che si aggiungono alle commissioni dei prodotti sottostanti e si compongono di una parte relativa alla consulenza e una parte relativa all'attività di negoziazione e collocamento dei prodotti in portafoglio. Questo modello di servizio fa leva soprattutto su reti specializzate di consulenti, che riescono ad attrarre clienti orientati all'acquisto di servizi ad alto valore aggiunto. Gli strumenti di supporto del professionista sono sia i questionari per la valutazione di adeguatezza sia i sistemi di monitoraggio e portafogli modello predefiniti.

In molti casi i grandi gruppi bancari coprono tutti i segmenti di clientela, dal *mass market* al *private*, con brand separati e con livelli di servizio differenziati. Le strutture di *private banking*, le SIM di consulenza e i consulenti indipendenti sono attivi, al pari delle banche-reti, nel segmento della consulenza evoluta. Nel rapporto con il cliente fanno leva sulla figura di uno specialista con competenze sia di mercato/prodotto sia relazionali (rispettivamente il *private banker*, eventualmente affiancato dal cosiddetto *advisory desk*, lo specialista e il consulente indipendente) per l'erogazione di un servizio altamente personalizzato, a elevato contenuto tecnico e diretto alle fasce di clientela *private*, HNWI e UHNWI. Il servizio viene remunerato secondo schemi variabili (*fee only*, *fee on top* e/o commissioni di *performance*).

2.1 Le prospettive evolutive dell'offerta di consulenza finanziaria in Italia: alcune riflessioni

Minacce di nuove entrate

Gli sviluppi tecnologici e l'evoluzione della normativa di riferimento stanno profondamente modificando lo scenario competitivo nel comparto della consulenza finanziaria, creando opportunità di ingresso per nuovi *players*. Secondo la Commissione Europea (2017), in particolare, le barriere all'entrata si stanno abbassando per effetto di un insieme di fattori riconducibili alla diffusione di canali

distributivi alternativi a quello tradizionale, alla diffusione di tecnologie per la raccolta e l'analisi dei dati, ai conseguenti guadagni di efficienza non sempre accessibili agli *incumbents*, la maggiore confrontabilità delle opzioni disponibili offerte da operatori differenti e la conseguente maggiore mobilità dei clienti. Rimangono, tuttavia, ancora importanti talune barriere all'entrata derivanti da fattori legali, costi di acquisizione dei clienti e delle informazioni sugli stessi, difficoltà di accesso ai canali distributivi.

Le barriere legali sono ovviamente riconducibili alla regolamentazione, che fa della consulenza finanziaria un'attività riservata, assoggettata a uno specifico regime autorizzatorio da parte delle Autorità competenti (si veda la Parte II del presente lavoro).

L'acquisizione di clienti da parte dei nuovi *players*, inoltre, trova una barriera nel preesistente rapporto fiduciario che i risparmiatori possono aver sviluppato con l'istituto bancario operatore di riferimento. Lo stesso canale *online*, pur ponendosi come un'alternativa meno costosa rispetto alla rete fisica tradizionale, consente il raggiungimento di un ampio numero di clienti solo a fronte di notevoli investimenti in *marketing*, la cui sostenibilità è ovviamente subordinata alla fidelizzazione dei clienti nel medio-lungo termine (si rimanda ai paragrafi successivi per maggiori dettagli).

È da segnalare, tuttavia, che i costi di acquisizione della clientela da parte di operatori FinTech potrebbero essere destinati a un progressivo ridimensionamento a fronte sia dei trend demografici, che vedono nei *Millennials* una generazione di investitori poco legati al *brand* e più attenti a fattori di accessibilità e velocità del servizio, sia della crisi di fiducia negli intermediari tradizionali innescata nell'ultimo decennio dalle perduranti difficoltà del sistema bancario. È pur vero che gli *incumbents* potrebbero potenzialmente recuperare terreno grazie alla valorizzazione del patrimonio informativo a loro disposizione (riveniente ad esempio dai sistemi di CRM e dai dati raccolti per la profilatura dell'investitore) per una migliore comprensione dei bisogni della clientela e, conseguentemente, una maggiore personalizzazione dei servizi offerti. Su questo fronte, tuttavia, il sistema bancario domestico appare in ritardo anche per effetto di una *legacy* informatica poco versatile, che potrebbe comprometterne la capacità di fronteggiare la concorrenza di *players* digitali.

Si pensi, ad esempio, ai cosiddetti aggregatori di dati (AISPs)¹⁵, che per effetto della Direttiva (UE) 2015/2366 (di seguito, PSD 2) potranno agevolmente accedere alle informazioni bancarie che i clienti delle banche dovessero decidere di rendere disponibili a terzi. Un'ulteriore minaccia potrebbe provenire dagli operatori specializzati in settori diversi da quello finanziario ma forti di una consolidata interazione *online* con i clienti (ad esempio, i già citati Amazon, Google, Alibaba), anche se per tali soggetti l'ingresso nel comparto dei servizi finanziari potrebbe comunque rilevarsi particolarmente sfidante, stanti le barriere regolamentari e la necessità di avvalersi di competenze specializzate da reperire, ad esempio, tramite *partnership* con gli *incumbents*.

¹⁵ Gli AISP (Account Information Service Provider) possono raccogliere e consolidare in un'unica *dashboard* le informazioni relative a più conti di pagamento di un utente.

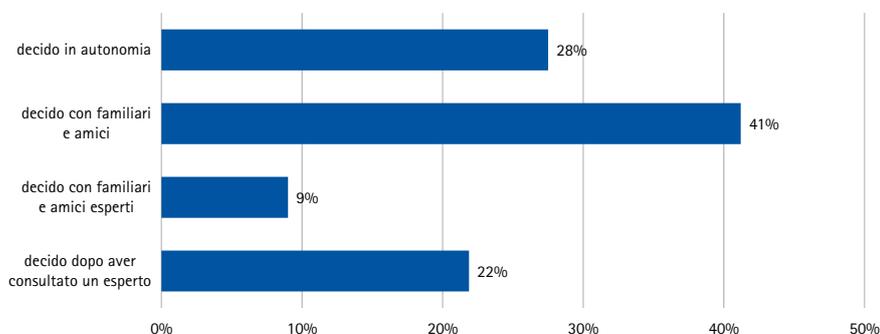
Servizi sostitutivi

Un elemento che potrebbe favorire l'avvento di nuovi *players* nel comparto della consulenza finanziaria riguarda lo sviluppo di servizi sostitutivi e/o l'evoluzione dei servizi attualmente erogati.

Il modello di *robo advice* puro, pur potendosi configurare come un'evoluzione della consulenza di base nella misura in cui ne accentua la 'standardizzazione', presenta tratti innovativi nelle modalità di erogazione del servizio, sia nella fase di *on-boarding*, relativa al contatto con il potenziale investitore e alla sua profilatura, sia nella fase di *in-boarding*, relativa alla strutturazione delle raccomandazioni di investimento. In linea con la *commoditisation* del servizio, i fattori competitivi sui quali può far leva il *robo advisor* puro – ossia, come già ricordato, basse soglie di accesso, basse commissioni e *usability* – dovrebbero essere apprezzate dalla fascia di clientela *mass market*, dotata delle necessarie competenze digitali, attualmente sotto-servita e potenzialmente caratterizzata da un rapporto fiduciario con gli operatori tradizionali meno intenso rispetto a quello sperimentato dai segmenti di utenti con maggiori disponibilità patrimoniali.

Il contesto italiano vede ancora un ridotto affidamento all'esperto qualificato da parte dell'investitore. Secondo le rilevazioni dell'ultimo Report sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, a fine 2017 la maggioranza degli investitori ricorre ai consigli di amici e parenti (cosiddetta consulenza informale), poco più del 20% si affida alla consulenza professionale ovvero delega un esperto, mentre il 28% sceglie in autonomia (Fig. 4).

Fig. 4 – Utilizzo del servizio di consulenza in materia di investimenti



Fonte: CONSOB, Report 2018.

Il modello di *robo advice* ibrido ovvero modulato secondo un approccio flessibile, che lasci scegliere al cliente il livello e la modalità di interazione con un consulente fisico (*experience-led design*), individua un ulteriore potenziale servizio sostitutivo degli attuali modelli intermedi tra consulenza di base ed evoluta.

Infine, come emerge da talune esperienze in ambito internazionale e da iniziative ancora in fase di sviluppo in ambito domestico, la digitalizzazione della consulenza non è necessariamente incompatibile con lo sviluppo di un servizio articolato e dinamico, teso a soddisfare i bisogni dell'investitore lungo tutto il ciclo vitale. Il *robo advice* (eventualmente anche nella versione *robo4advisor*) sembrerebbe potersi

prestare così all'erogazione di consulenza non solo finanziaria ma anche previdenziale, assicurativa, creditizia e fiscale¹⁶.

Potere contrattuale dei clienti

La maggiore trasparenza dei costi della consulenza e delle retrocessioni ai 'manufacturers' (o 'produttori') imposta dalla MiFID II potrebbe favorire una maggiore attitudine allo *shopping around* da parte degli investitori, che ad oggi tendono nella maggior parte dei casi a scegliere il professionista affidandosi all'istituto di credito di riferimento (si veda il Riquadro 3).

Soprattutto la fascia di clientela *mass market*, sinora destinataria di un servizio di base non retribuito autonomamente ed esplicitamente, potrebbe mostrare una reattività al fattore prezzo più accentuata di altri segmenti di clientela destinatari di una consulenza caratterizzata da un livello di personalizzazione più elevato¹⁷. In linea di principio, tale circostanza potrebbe orientare la clientela verso la consulenza automatizzata, caratterizzata da un *pricing* più competitivo rispetto a quello del servizio erogato da un consulente fisico. In particolare, i *Millennials*, connotati da elevate competenze digitali, scarsamente fidelizzati agli operatori tradizionali e più sensibili a fattori quali snellezza, velocità e accessibilità del servizio, potrebbero esercitare una maggiore pressione competitiva sugli intermediari (sia tradizionali sia digitali)¹⁸.

Potere contrattuale dei fornitori

Nel settore della consulenza finanziaria, le *software houses* – ossia i soggetti che possono fornire in *outsourcing* all'intermediario piattaforme, *tools* di automazione di una o più fasi della catena del valore e algoritmi – svolgono un ruolo sempre più rilevante nel miglioramento dell'efficienza dei processi e della produttività degli operatori fisici. L'automazione di attività *time-consuming*, l'introduzione della multi-canaltà e, in generale, la digitalizzazione dei servizi finanziari contribuiscono a esaltarne il ruolo, soprattutto rispetto agli operatori bancari tradizionali condizionati

16 Un ulteriore esempio di servizio sostitutivo è rappresentato dall'assistenza avente ad oggetto l'ottimizzazione dei consumi, tramite applicativi e motori di ricerca che suggeriscono grazie alla geo-localizzazione le opzioni di acquisto più economiche di determinati beni e servizi alternative, con conseguente ampliamento della capacità di risparmio degli utenti.

17 La maggior parte degli operatori consultati ha manifestato l'intenzione di continuare a erogare consulenza su base non indipendente e ad adottare modalità di *pricing* in linea con quelle a cui i clienti sono abituati. La *disclosure* dei costi potrebbe innescare una reazione avversa dal lato della domanda sulla falsariga di quanto accaduto in Gran Bretagna per effetto della Retail Distribution Review (RDR), in vigore dal gennaio 2013, ai sensi della quale gli intermediari che prestano consulenza agli investitori privati sono remunerati esclusivamente dai clienti tramite parcella e non dalle case prodotto tramite commissioni. La RDR ha introdotto una disciplina tesa a promuovere un servizio di consulenza realmente indipendente che, tuttavia, ha generato una riduzione della domanda di consulenza da parte degli investitori *retail*.

18 Numerose ricerche riferite ai servizi di pagamento e bancari in generale mostrano che la disponibilità di *mobile banking* è un fattore per la scelta e la decisione di cambiare banca soprattutto per i più giovani. Per tutti, si veda KPMG (2015).

da una *legacy* informatica potenzialmente penalizzante per lo sviluppo *in house* di innovazioni di processo e di prodotto.

In prospettiva, in alternativa all'*outsourcing*, gli *incumbents*, a seconda del proprio posizionamento strategico, possono optare per *partnership* con *start-up* innovative e/o lo sviluppo *in house* delle competenze necessarie.

Intensità della rivalità tra i concorrenti

L'intensità della rivalità tra i concorrenti risente dei tradizionali punti di debolezza del sistema bancario italiano, caratterizzato da elevati costi operativi, eccessiva frammentazione e scarsa attenzione all'innovazione.

Nel 2015 lo studio della European House Ambrosetti (2015) delineava un settore bancario italiano, «... ancora caratterizzato da un modello tradizionale, con una estesa rete di filiali (53 filiali bancarie ogni 100mila abitanti, contro le 38 nell'UE-15) e una alta frammentazione (il 56% degli occupati e il 60% delle filiali appartiene a banche medio-piccole). In parallelo, l'andamento degli investimenti in ICT delle banche è negativo (-22%, da 4,7 a 3,6 miliardi di euro all'anno tra 2007 e 2014): questi si concentrano più sulla gestione corrente che su processi di innovazione. Si delinea quindi una situazione di generale arretratezza digitale, come dimostra la scarsa diffusione dell'internet banking (utilizzata dal 26% della popolazione italiana contro il 44% medio nell'UE-28)». ABI Lab (2017), tuttavia, prevedeva per il 2018 una ripresa degli investimenti IT.

A questo si aggiunge la ridotta profittabilità del settore, che per le banche universali ha risentito soprattutto dell'aumento delle sofferenze sui crediti e delle conseguenti pesanti svalutazioni legate anche al deterioramento del quadro macroeconomico (per maggiori dettagli, si veda il Risk outlook CONSOB, anni vari).

In questo contesto, le banche reti mostrano *performance* migliori rispetto alle banche tradizionali (ad esempio, in termini di efficienza operativa il *cost-to-income ratio* è risultato pari nel 2016 rispettivamente al 56% e al 69%; CONSOB, 2016, Risk Outlook n.12). La flessibilità operativa del promotore finanziario (ora consulente) rappresenta infatti un fattore di forza per le reti specializzate, che ha consentito loro di registrare margini positivi di redditività anche durante la crisi finanziaria. Viceversa, le banche tradizionali hanno sofferto della rigidità nella struttura dei costi di distribuzione, il cui adattamento alle dinamiche congiunturali e strutturali del mercato non è rapido.

2.2 Caratteristiche del servizio offerto dagli *incumbents*

A fronte delle tendenze che possono modificare il contesto esterno di riferimento creando sia opportunità sia minacce per gli *incumbents*, è interessante verificare quali sono i fattori interni di vantaggio competitivo (o fattori chiave di successo - FCS) di cui gli operatori tradizionali dispongono per la (eventuale) ridefinizione del modello di *business*.

Secondo l'approccio di Porter (1980), come noto, lo strumento di valutazione utile a tal fine è la catena del valore, basata su una visione dell'impresa quale sistema di creazione del valore e insieme di funzioni/attività che lo producono. Il vantaggio competitivo può risiedere infatti in ciascuna delle attività che l'impresa svolge, dalla progettazione alla produzione, alla vendita, all'assistenza alla clientela, a prescindere dal tipo di vantaggio (che può essere sia di costo sia di differenziazione) e che, nell'interazione con l'ambito competitivo di riferimento, identifica le possibili strategie dell'impresa¹⁹ e quindi la definizione della *value proposition* in grado di soddisfare al meglio i fabbisogni della clientela.

Come già evidenziato, nell'ambito della consulenza finanziaria gli FCS sono riferibili ai seguenti profili: accessibilità, costi contenuti, personalizzazione del servizio, sicurezza. A seconda del target di clientela, segmentato in funzione del patrimonio investito²⁰, è possibile individuare uno o più FCS prevalenti. In particolare, per la clientela *mass market/affluent*, in relazione alla quale la consulenza è considerata quasi una *commodity*, il fattore di successo è il costo, mentre per le classi di patrimonio più elevate, alle quali è destinato un servizio personalizzato e connotato dalla centralità della relazione, il fattore chiave è costituito dall'unicità del servizio reso.

Per gli operatori che offrono il servizio di consulenza si tratta di scegliere, quindi, il target e di conseguenza se essere leader di costo (nel segmento *mass market*) o di differenziazione (nel segmento *affluent*). Da questa scelta discende anche la definizione della *value proposition* che gli operatori intendono sviluppare a fronte dell'evoluzione del quadro regolamentare, dello sviluppo tecnologico e dei vincoli posti dalle risorse e dalle competenze disponibili.

Le sezioni che seguono riportano, in forma aggregata, gli orientamenti espressi al proposito dai dieci *incumbents* che hanno partecipato alla presente ricognizione.

Il servizio offerto (value proposition)

Tutti gli operatori intervistati offrono diversi livelli di servizio corrispondenti, rispettivamente, alla consulenza di base, avanzata ed evoluta (Riquadro 5).

Otto intermediari su dieci non prevedono soglie minime per l'accesso al servizio di consulenza. Dei restanti due, uno prevede soglie differenziate a seconda del segmento di clientela servito. Tutti gli operatori intervistati hanno dichiarato che il servizio di consulenza offerto ha ad oggetto investimenti finanziari finalizzati a protezione patrimoniale, pianificazione finanziaria di lungo periodo e pianificazione previdenziale; meno frequentemente il servizio concerne trasferimenti generazionali e successioni.

19 Come noto, le strategie di base sono leadership di costo e differenziazione. La catena di valore di un'azienda è a sua volta parte di un flusso più ampio di attività, 'il sistema del valore' che comprende tutti gli operatori che intervengono lungo la filiera produttiva (dalla materia prima al consumatore finale). Ogni singolo operatore esprime una catena che si inserisce in un sistema di catene. Fattore di successo strategico è la scelta del miglior posizionamento nel sistema del valore.

20 Come menzionato prima, seguendo la prassi di mercato è possibile individuare la clientela *mass market*; la clientela *affluent* e quella *private* (HNWI e ultra HNWI).

I prodotti oggetto della raccomandazione o della gestione patrimoniale offerte dagli *incumbents* appartengono a un universo più ampio di quello a cui fanno riferimento i *robo advisors*, essendo costituiti non solo da quote di Etf e fondi comuni di investimento, ma anche da singoli strumenti finanziari non necessariamente emessi dallo stesso soggetto distributore o da società appartenenti al gruppo dello stesso.

Il livello di automazione e digitalizzazione della catena del valore del servizio di consulenza è eterogeneo.

Due intermediari su dieci hanno digitalizzato tutte le fasi della catena del valore dell'offerta di consulenza, dalla raccolta di informazioni sul cliente all'elaborazione delle informazioni ai fini della valutazione di adeguatezza, dalla produzione della raccomandazione fino al monitoraggio del portafoglio. In altri due casi, la digitalizzazione ha coperto l'intero processo ad eccezione della raccolta di informazioni finalizzata alla profilatura. In un caso, la digitalizzazione si riferisce solo alla produzione della raccomandazione e al monitoraggio dei portafogli, mentre in un altro caso riguarda le prime due fasi della catena (raccolta ed elaborazione delle informazioni); l'ultimo intermediario consultato ha digitalizzato solo la fase di elaborazione delle informazioni.

Quattro *incumbents* prevedono la possibilità per gli investitori di ricevere e accettare le raccomandazioni di investimento tramite il canale digitale messo a disposizione dall'intermediario stesso, ossia operando *online*.

Interfaccia cliente

I clienti serviti sono riferibili ai segmenti *mass*, *affluent* e *private* per tutti gli intermediari intervistati, prevalentemente ultra-cinquantenni e in possesso di un titolo di studio inferiore al diploma di laurea.

Le aspettative degli intermediari sulle competenze digitali dei propri clienti si attestano in genere su un livello medio-basso, salvo poche eccezioni.

In particolare, quattro intermediari su dieci non richiedono particolari competenze digitali ai clienti assistiti da consulenza; in cinque casi la fruizione del servizio richiede competenze medie o basse. Solo un intermediario tra quelli intervistati reputa necessario che il cliente abbia competenze digitali elevate.

Alle banche è stato anche chiesto quali sono le preoccupazioni più diffuse della clientela servita: solo cinque su dieci operatori hanno fornito informazioni al proposito (sulla base delle evidenze del proprio sistema di *customer relationship management* - CRM), indicando principalmente il rischio di perdere tutto o parte del capitale investito, registrare *performance* molto volatili e non essere in grado di disinvestire o di doverlo fare a condizioni sfavorevoli in caso di necessità.

Otto operatori, inoltre, ritengono che le aspettative più ricorrenti tra i propri clienti riguardino la cura dell'interesse dell'investitore, la capacità del consulente di comprendere le sue esigenze e di rendere comprensibili le caratteristiche delle opzioni di investimento proposte, nonché fattori più prettamente afferenti alla sfera relazio-

nale quali attenzione, disponibilità e cortesia. Nessuna delle banche intervistate segnala i risultati dell'investimento tra le principali aspettative dei propri clienti.

Questo dato va letto congiuntamente con i fattori che le banche ritengono determinanti per la conquista di nuovi clienti e con i fattori critici di successo (al proposito hanno fornito informazioni rispettivamente nove e sei operatori). Tra i primi, prevalgono l'affidabilità percepita (sei casi) e il carattere innovativo della proposta (cinque casi); seguono le competenze percepite e certificate (quattro casi), i costi del servizio (due) e solo in un caso le *performance* dei portafogli assistiti. Tra i secondi, prevalgono la cura degli interessi del cliente (cinque casi) e l'immediatezza del servizio (quattro), mentre i costi e i risultati sono segnalati rispettivamente soltanto in uno e due casi.

Rispetto ai fattori critici di successo, solo due intermediari su dieci hanno dichiarato di disporre di informazioni sulla base delle quali si può ritenere che la maggior parte dei propri clienti sia soddisfatta dell'immediatezza del servizio ricevuto e della cura a essi riservata dal consulente di riferimento.

Infine, con riferimento alle modalità di interazione con l'investitore, otto operatori su dieci segnalano il contatto personale e il canale telefonico seguito dalla posta elettronica, in particolare nella fase iniziale di acquisizione del cliente, in quella in cui si forniscono informazioni utili alla decisione di investimento e nella fase di monitoraggio del portafoglio.

Le eventuali esigenze di chiarimento e approfondimento dei clienti vengono gestite tramite il consulente di riferimento o tramite il *contact center* dell'intermediario che, secondo le statistiche rese disponibili da sei istituti, gestiscono le problematiche dei clienti in maniera tempestiva.

Infine, nove intermediari ritengono che il canale web possa costituire un fattore chiave di successo, a patto che faccia leva su una piattaforma *online* caratterizzata da elevati livelli di usabilità, completezza e sicurezza (sei operatori).

Un ultimo profilo della relazione intermediario-cliente oggetto di rilevazione riguarda la valutazione di adeguatezza, rispetto alla quale si è proceduto a raccogliere informazioni su alcuni aspetti dello scambio informativo consulente-cliente e su *tools* e procedure utilizzate dal consulente.

Al proposito, è di interesse anzitutto rilevare che nella maggior parte dei casi le banche ritengono che i propri clienti siano 'sempre' o comunque 'spesso' consapevoli dell'importanza dello scambio informativo ai fini sia della qualità del consiglio ricevuto sia della valutazione di adeguatezza e, dunque, della prestazione del servizio di consulenza. In realtà, le rilevazioni del Report CONSOB sembrerebbero fornire un'indicazione contraria, con il 14% degli investitori assistiti da un consulente che ritiene di non dover fornire alcuna informazione al professionista, mentre nei casi restanti la percentuale di intervistati che indica uno specifico elemento non supera il 36% (valore che si raggiunge, in particolare, rispetto all'obiettivo di investimento; Report CONSOB, 2017).

Con riferimento ai *tools* per la valutazione dell'adeguatezza, sei intermediari su dieci hanno coinvolto figure professionali specifiche ed esterne rispetto al proprio organico (ad

esempio, esperti di comunicazione, psicologi, economisti, statistici) per elaborare i questionari di profilatura della clientela. In sette casi su dieci è stato effettuato un test pilota per verificare la comprensibilità e l'affidabilità (attraverso il calcolo della distribuzione della clientela sui diversi profili) e per verificare la corretta attribuzione dei 'pesi' a ciascuna domanda in fase di sviluppo dell'algoritmo sottostante l'elaborazione delle informazioni. Nella maggior parte dei casi, è previsto che il questionario sia somministrato di persona dal consulente, mentre tre intermediari su dieci offrono, in alternativa, al cliente la possibilità di compilarlo tramite *home banking* e in autonomia. La formulazione delle domande, le modalità di somministrazione e l'algoritmo per l'elaborazione delle informazioni consentono di realizzare dei controlli di coerenza interna tra le risposte fornite che riducono il rischio di distorsioni derivanti da errori nelle informazioni fornite dal cliente. La periodicità dell'aggiornamento del profilo cliente varia da intermediario a intermediario e, sebbene la metà degli intermediari intervistati non ponga limiti alla frequenza di aggiornamento del profilo-cliente da parte degli addetti commerciali della banca, la procedura prevede generalmente vincoli che inibiscono l'operatività in caso di ri-profilature sospette. Sia l'acquisizione sia lo stoccaggio delle informazioni rilevate in fase di profilatura sono condotte attraverso mezzi (*software* e *hardware*) e procedure che garantiscono l'integrità e la sicurezza del flusso dei dati in entrata.

Con riferimento alle informazioni elaborate in fase di profilatura, in nove casi su dieci le indicazioni in merito alle preferenze/esigenze di liquidità del cliente sono parte integrante del processo di valutazione dell'adeguatezza delle operazioni consigliate e contribuiscono all'identificazione della reale situazione finanziaria dell'investitore. Solo cinque intermediari dichiarano di disporre di un sistema di *customer relationship management* (CRM) e tra questi solo tre prevedono l'integrazione tra le informazioni rilevate attraverso i questionari di adeguatezza e i dati di CRM. Tuttavia, dalle risposte all'intervista CONSOB emerge che generalmente l'informativa raccolta tramite il questionario viene assoggetta a un controllo di coerenza rispetto a dati e notizie di cui la banca eventualmente dispone desumendoli dall'operatività del cliente.

Gestione delle infrastrutture

Come anticipato, la maggior parte degli istituti aderenti alla ricognizione dichiarano di fruire di una serie di applicativi informatici e di algoritmi che consentono l'automazione di specifiche fasi della prestazione del servizio di consulenza. Quasi tutti gli intermediari hanno inoltre effettuato (o stanno pianificando di effettuare) investimenti nella digitalizzazione dei servizi di investimento erogati alla clientela. In particolare, gli investimenti sarebbero destinati alla digitalizzazione di una o più fasi della catena del valore del servizio di consulenza, quali la raccolta delle informazioni nell'ambito di valutazione di adeguatezza, produzione della raccomandazione di investimento e monitoraggio del portafoglio. Nella maggior parte dei casi, gli operatori stanno valutando l'acquisizione di servizi in *outsourcing* da soggetti terzi (come le *software house*), ma è frequente anche la previsione di avviare *partnership* con imprese FinTech o di istituire un *innovation team* per studiare e realizzare autonomamente algoritmi e/o *software* proprietari anche per sviluppare competenze in tema di *big data analytics* (tali evidenze confermano i dati ABI, 2017).

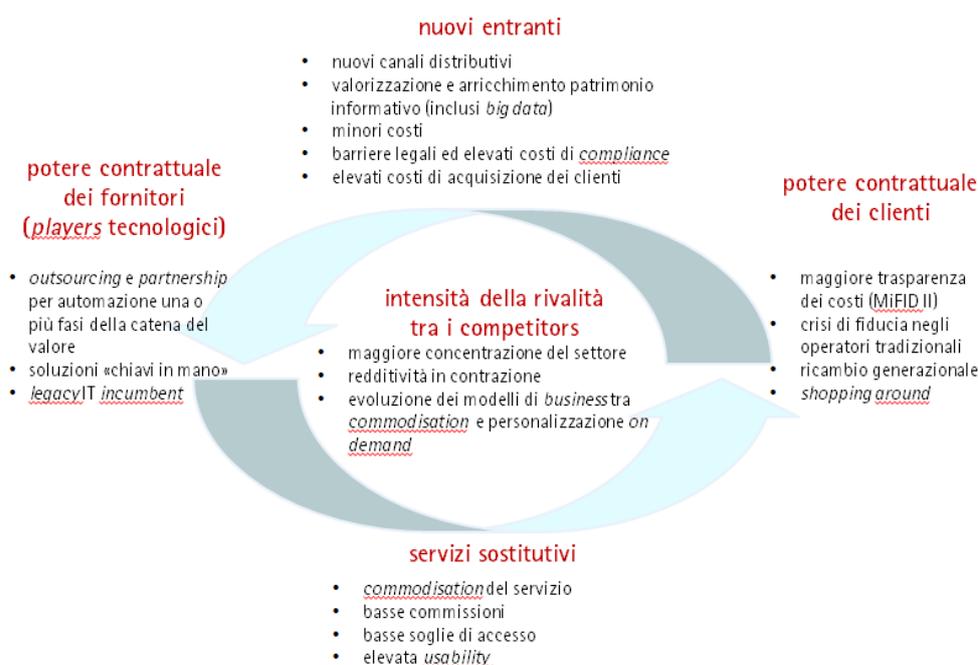
Aspetti finanziari

Gli aspetti finanziari mostrano una significativa variabilità tra operatori. In particolare, le masse *under advice* degli intermediari intervistati oscillano tra i 3 e i 100 miliardi circa di euro. Il numero di consulenti va da 70 a 5 mila unità per istituto. Nella maggior parte dei casi la retribuzione del consulente si basa su una soluzione ibrida, ossia basata sia sulle retrocessioni sia sull'applicazione di una *fee* di consulenza 'on top'; tre operatori prevedono forme di retribuzioni basate su una commissione 'on top' per i servizi più evoluti.

* * * * *

La digitalizzazione dei servizi di investimento pone importanti sfide ai *providers* di consulenza finanziaria tradizionale. Nuovi soggetti come i *robo advisors* potrebbero guadagnare quote di mercato offrendo un servizio standardizzato e a costi contenuti. Aumentano le possibilità per i clienti (in particolare, per coloro che dispongono delle necessarie competenze digitali) di confrontare servizi offerti da più operatori (*shopping around*) e di esercitare conseguentemente un maggiore potere contrattuale. La *legacy* informatica che condiziona i *providers* tradizionali potrebbe imporre un ricorso più intenso a *players* tecnologici B2B. Tali sfide si sommano a vincoli reddituali sempre più stringenti, che impongono un ripensamento dei modelli di *business* e della tradizionale catena del valore (Fig. 5).

Fig. 5 – Le prospettive evolutive della consulenza finanziaria: un quadro di sintesi



Fonte: elaborazione CONSOB.

Le evidenze raccolte in questo lavoro mostrano che, al momento, in Italia la digitalizzazione nel *wealth management* si pone soprattutto come fattore evolutivo e non necessariamente dirompente. Il *robo advice* sta muovendo i primi passi, secondo un modello ibrido che permette agli investitori di scegliere tra l'opzione digitale e quella umana. In generale, l'interazione tra cliente e consulente resta un fattore critico di successo che orienta il mercato verso la valorizzazione della relazione umana anche nell'ambito della consulenza automatizzata. A maggior ragione, la relazione rimane un vantaggio competitivo anche per gli intermediari tradizionali, per i quali l'automazione di una o più fasi del processo (in atto già da tempo) è strumentale ad ampliare gli spazi che il professionista può dedicare alla cura del cliente.

La consulenza automatizzata nel quadro regolamentare vigente

Dopo aver esaminato le caratteristiche del *robo advice* in ambito domestico e le possibili prospettive di sviluppo, è di interesse analizzare le specialità della consulenza automatizzata rispetto al quadro normativo esistente, al fine di individuare le aree che potrebbero richiedere un potenziamento dei presidi a tutela dei piccoli investitori.

1 Elementi eventuali di specialità della consulenza automatizzata rispetto al quadro regolamentare (analisi della fattispecie)

Al fine di valutare i punti critici nell'applicazione del quadro regolamentare in materia di consulenza finanziaria all'attività promossa e sviluppata da *robo advisors*, è necessario comprendere quando tale attività presenti i tratti della 'consulenza in materia di investimenti', come definita dalla MiFID II, ossia di un servizio di investimento riservato ai soggetti abilitati.

In origine, la definizione di 'consulenza in materia di investimenti' è stata delineata ponendo attenzione al rapporto tra l'intermediario (e, in particolare, un suo addetto) e l'investitore, sul presupposto che esso comporti un momento necessario di interazione.

In questo contesto, non presenta alcun tratto innovativo, da un punto di vista di ricostruzione della fattispecie, la consulenza prestata tramite canali di contatto tradizionali, ancorché il consiglio di investimento sia formulato ricorrendo all'utilizzo di algoritmi²¹, anche complessi, e anche qualora tale circostanza sia conosciuta dal cliente.

Si sottolinea, in altre parole, e lo si dirà nel prosieguo, come la nozione giuridica di consulenza, quale servizio di investimento, sia concentrata sulle caratteristiche della relazione che si instaura tra il soggetto che formula il consiglio di investimento e il cliente (o consumatore, se inteso prevalentemente come fruitore del servizio digitale). Resta inteso che l'assenza di profili di innovatività in punto di riconducibilità di un tale servizio alla fattispecie della

21 Ossia di algoritmi che consentono di gestire le informazioni relative al profilo del cliente dallo stesso fornite per combinarle e formulare un consiglio di investimento adatto e personalizzato.

'consulenza in materia di investimenti' (se, appunto, prestato tramite canali 'tradizionali') non esclude, invece, come verrà esaminato, l'emersione di nuove problematiche attinenti, soprattutto, a profili di vigilanza e di trasparenza in connessione all'utilizzo di algoritmi complessi a supporto dei processi decisionali degli intermediari.

La circostanza, invece, che contatto e dialogo tra il cliente e il soggetto incaricato dall'intermediario siano sostituiti, in larga parte o del tutto, da una relazione che si instaura attraverso una piattaforma digitale si inserisce in modo innovativo nell'ambito della nozione di 'consulenza' dettata dal legislatore europeo. Il fenomeno, già parzialmente considerato in passato nell'ambito della disciplina delle tecniche di comunicazione a distanza, è stato affrontato nel cosiddetto 'pacchetto' MiFID II²², che prevede la possibilità di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti tramite sistemi automatizzati o semi-automatizzati, chiarendo che le medesime regole si applicano a prescindere dal canale di interazione con il cliente (Considerando 86 e art. 54, c.1, del Regolamento (UE) delegato della Commissione 2017/565 del 25 aprile 2016 e Orientamenti ESMA, 2018). La consulenza finanziaria prestata dai *robo advisors* è pertanto inquadrabile nell'ambito del servizio di 'consulenza in materia di investimenti'.

Ciò comporta alcune implicazioni importanti in punto di disciplina applicabile. Alla luce degli obiettivi perseguiti dall'ordinamento, tesi a costruire una rete di protezione per le scelte di investimento, è coerente estendere l'applicazione di tale protezione, con i necessari adattamenti, anche alle relazioni che abbiano luogo in ambito digitale. Pertanto, quando siffatta relazione – caratterizzata da contenuti e messaggi specifici trasmessi dal sistema automatizzato di consulenza al consumatore, nonché dai feedback dallo stesso inviati – presenta i connotati tipici della 'consulenza in materia di investimenti', come di seguito ricostruita, l'intermediario che si avvale di tale sistema dovrà farsi garante del rispetto di specifiche regole di comportamento. Conclusione questa che discende dal paradigma affermato con chiarezza, almeno a partire dalla MiFID, che il più elevato livello di discrezionalità attribuito all'intermediario nella formulazione di consigli di investimento (così come si verifica anche nella gestione di portafogli) sia tale da imporre l'applicazione di regole di comportamento stringenti²³, più rigorose di quanto sia necessario, invece, nella prestazione di servizi che implicano la mera esecuzione di un ordine impartito dall'investitore (de Mari, 2008, p. 418; Sfameni e Giannelli, 2015, p. 89).

Inoltre, l'attenzione posta nei confronti della protezione dell'investitore (o potenziale investitore) discende, non solo dalla qualificazione effettuata dal *robo advisor* del proprio servizio in termini di *investment advice*, ma, anche in assenza di tale etichetta, dalla natura, dal contesto e dalla percezione del consumatore di ricevere un consiglio di investimento personalizzato (Paracampo, 2016, p. 275)²⁴.

22 Direttiva 2014/65/UE, il Regolamento delegato (UE) n. 2017/565 e i relativi atti di esecuzione.

23 Il riferimento è soprattutto nei confronti della previsione che impone il rispetto della regola cosiddetta di *adeguatezza*, non essendo sufficiente, nell'ambito del servizio di investimento in esame, che esso sia, invece, solo *appropriato*, si veda l'art. 25, comma 2, MiFID II e art. 54, comma 1, secondo periodo del Regolamento Delegato 2017/565.

24 ESAs Joint Committee (2015), p. 13, par. 22.

Questa affermazione ha importanti implicazioni rispetto all'eventualità che piattaforme digitali prestino servizi di consulenza suscumbibili non in una consulenza generica (non soggetta al regime della riserva di attività), bensì nel servizio di 'consulenza in materia di investimenti', pur non essendo stati a tal fine autorizzati. Per questa ragione, l'analisi che segue è dedicata alla ricostruzione degli elementi minimi del servizio di consulenza soggetto al regime della riserva di attività.

1.1 Gli elementi costitutivi della consulenza nella MiFID II: il requisito della personalizzazione

Ai sensi della MiFID II, come noto, il servizio di consulenza comporta la «prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari»²⁵.

L'esame di questa disposizione consente di riconoscere il servizio di 'consulenza in materia di investimenti' in presenza dei tre elementi che caratterizzano la fattispecie, ossia: la personalizzazione della raccomandazione, la presentazione della raccomandazione come adatta al destinatario cui è rivolta e l'oggetto della raccomandazione che deve riguardare una o più operazioni relative a strumenti finanziari²⁶, compreso il non comprare, vendere o mantenere uno strumento in portafoglio.

Non costituiscono, invece, elementi essenziali della fattispecie né la forma scritta del contratto (Roppo, 2008, p. 489; Perrone 2016, p. 204; Righini, 2012, p. 16; per maggiori dettagli si veda il successivo paragrafo 1.3)²⁷, ancorché la disciplina secondaria ponga in capo agli intermediari obblighi informativi nei confronti dei clienti che difficilmente sono adempiti, per fini prevalentemente probatori, in forma diversa dalla forma scritta (Sfameni e Giannelli, 2015, p. 90), né la circostanza che la consulenza sia prestata in modo autonomo, essendo invece possibile, anzi espressamente ammesso, che la consulenza sia affiancata alla prestazione di un diverso servizio di investimento²⁸ (Annunziata, 2015, p. 193). Tali caratteristiche

25 Art. 1, comma 1, n. 4, MiFID II e sulla circostanza che il servizio sia richiesto su iniziativa del cliente, si veda il 'considerando' 85 della MiFID II. Questa disposizione è identica alla definizione precedentemente contenuta all'art. 4, comma 1, n. 4), MiFID I. Il recepimento che l'ordinamento nazionale ha dato delle due direttive è in linea con la prescrizione europea. In particolare, mentre il testo dell'art. 1, comma 5-*septies* del Tuf, in vigore dal 3 gennaio 2018, ricalca testualmente la definizione contenuta nella MiFID II, la stessa disposizione, in vigore fino a tale data, è solo leggermente diversa nel prevedere che la consulenza deve riguardare «una o più operazioni relative ad un *determinato* strumento finanziario». La disposizione prosegue indicando che la raccomandazione è «personalizzata quando è prestata come adatta al cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione».

26 Si veda l'art. 9 del Regolamento Delegato 2017/565.

27 Si veda l'art. 23, comma 1, Tuf. Tradizionalmente, la disciplina MiFID non impone uno specifico requisito di forma per il servizio di consulenza, né tale requisito è imposto in ambito MiFID II per la consulenza su base indipendente ai fini della validità del contratto. Ne discende la configurabilità astratta del servizio di consulenza, anche nella forma della consulenza indipendente, quando sia formulato un consiglio di investimento personalizzato, qualificato come indipendente dal prestatore del servizio. La forma scritta dell'accordo è richiesta, invece, su supporto cartaceo o su altro supporto durevole per provare l'impegno dell'intermediario a fornire il servizio di consulenza affiancato dalla valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari o dei servizi raccomandati (si veda, l'art. 58, comma 1, Regolamento Delegato 565/2017 che limita il riferimento alla forma scritta prevista dall'art. 23 del Tuf, in vigore dal 3 gennaio 2018; si veda anche l'art. 37 del Regolamento Intermediari della CONSOB).

28 Art. 37, comma 2, lett. g), Regolamento Intermediari.

hanno consentito, fino alla vigenza della disciplina MiFID I, di configurare la consulenza cosiddetta strumentale o incidentale (Sciarrone-Alibrandi, 2009, pp. 387 e ss.; Parrella, 2011, p. 1052).

Quanto al primo dei citati requisiti, si considera *personalizzata* una raccomandazione diretta a un destinatario individuato (non lo sarebbe pertanto un messaggio chiaramente rivolto a un pubblico indistinto, come un messaggio pubblicitario) quando l'erogazione del servizio di consulenza avviene nell'ambito di una relazione diretta tra intermediario abilitato (o consulente finanziario autonomo ex art.18-*bis* Tuf o la società di consulenza finanziaria ex art.18-*ter* Tuf)²⁹ e cliente, non essendo rilevante, invece, che l'iniziativa sia partita su richiesta dell'uno o dell'altro.

Sul requisito della personalizzazione è necessario precisare che il servizio di 'consulenza in materia di investimenti' è tale se formulato tenendo conto delle caratteristiche e degli obiettivi di investimento dello specifico cliente (al quale sono state richieste dall'intermediario informazioni sulle caratteristiche e preferenze individuali). Ai fini però della configurazione della fattispecie e dell'obbligo dell'intermediario di applicare la disciplina MiFID dettata per questo servizio, è sufficiente che il consiglio ricevuto dall'investitore-cliente sia *percepito* dallo stesso come personalizzato, ossia calibrato rispetto alle sue caratteristiche personali (anche se, nel caso specifico, non lo sia di fatto).

Conseguentemente, si considera consulenza strumentale o incidentale (alla quale applicare la disciplina dei servizi di investimento e, *in primis* la regola di adeguatezza dettata per la consulenza; Parrella, 2010, p. 189), l'ipotesi di un servizio prestato senza che il cliente lo abbia espressamente richiesto ovvero quando il cliente si trovi, anche inconsapevolmente, a ricevere un consiglio di investimento personalizzato spontaneamente formulato dal consulente (magari in abbinamento a un servizio di investimento di tipo solo esecutivo; de Mari, 2008, p. 422 e ss.).

Dalla lettura della norma che definisce il servizio di consulenza in ambito MiFID si desume che la prestazione del servizio in esame presuppone il dispiegarsi di una relazione diretta tra addetto alla relazione/consulente e cliente, ben potendo comunque aver luogo anche tramite una piattaforma digitale.

In questa prospettiva, devono essere lette le disposizioni in materia di tecniche di comunicazione a distanza, attinenti alla commercializzazione del servizio, delle quali si dirà più avanti³⁰ (Annunziata, 2015, p. 202). I profili più innovativi del *robo advice* sono invece connessi alla possibilità di utilizzare le piattaforme digitali per gestire l'intera fase del rapporto e la prestazione del servizio, includendo non solo la commercializzazione del servizio e la stipulazione del contratto, ma anche la fase di richiesta delle informazioni del cliente necessarie per la sua profilatura, fino alla formulazione del consiglio di investimento. Sono quindi estranei alla disciplina dei servizi di investimento i messaggi destinati al pubblico veicolati tramite canali televisivi, radiofonici o via internet (Veil, 2012, p. 612; Parrella, 2010, p. 184). È

29 Di seguito, per ragioni di sintesi, si farà riferimento esclusivamente all'intermediario abilitato.

30 Art. 32 Tuf.

comunque necessario porre attenzione ai messaggi inviati tramite posta elettronica, tali cioè da assumere la parvenza di una raccomandazione personalizzata³¹.

Il requisito dell'adeguatezza afferisce alla natura del consiglio di investimento formulato. Come osservato, il servizio di consulenza in materia di investimenti è considerato ad alto valore aggiunto perché l'intermediario abilitato deve essere in grado, in base al profilo del cliente, di formulare una raccomandazione personalizzata, nel senso che dovrebbe trattarsi di un consiglio in materia d'investimento che risulti adeguato³² ai suoi obiettivi d'investimento, alla sua propensione al rischio e alla sua capacità (oggettiva) di sopportare le perdite determinata in base al profilo economico-finanziario. Resta inteso che un consiglio presentato come personalizzato e adatto al cliente sia sussumibile nella materia del servizio di consulenza anche se si riveli *ex post* non esserlo mai stato³³ (Sciarrone-Alibrandi, 2009, p. 393; Atrigna, 2012, pp. 67 e 71; Guffanti, 2011, p. 556).

Il requisito riferito all'oggetto della raccomandazione consente di escludere dalla disciplina della prestazione della 'consulenza in materia di investimenti' i consigli attinenti alla scelta di ricorrere a uno piuttosto che a un altro servizio di investimento (in ordine, per esempio, alla scelta di investire il patrimonio aprendo una gestione di portafoglio piuttosto che avvalendosi di un servizio di sola negoziazione), oppure consigli attinenti a una classe generale di strumenti finanziari (come per esempio può essere il consiglio di investire in titoli di Stato piuttosto che nel mercato azionario; Paracampo, 2016, p. 272).

1.2 La consulenza su base indipendente nella MiFID II e il *robo advice*

La MiFID II, come noto, non modifica l'impostazione descritta in precedenza (Moloney, 2014, p. 343), bensì integra la possibilità che l'intermediario qualifichi come indipendente il servizio di consulenza che presta nei confronti del proprio cliente.

La differenza tra il servizio di 'consulenza in materia di investimenti' e la consulenza 'prestata su base indipendente', che costituisce la vera innovazione apportata dalla MiFID II, deriva dall'impegno assunto dal consulente verso il cliente di formulare un consiglio di investimento indipendente, ossia che soddisfi le condizioni

31 Ciò è riconosciuto anche dal Considerando 14 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 secondo cui «*Considerato il crescente numero di intermediari che forniscono raccomandazioni personalizzate attraverso l'uso di canali di distribuzione, è opportuno chiarire che una raccomandazione pubblicata, anche in modo esclusivo, attraverso canali di distribuzione come internet potrebbe costituire una raccomandazione personalizzata. Pertanto, le situazioni in cui, ad esempio, venga utilizzata una corrispondenza di posta elettronica per fornire raccomandazioni personalizzate a una specifica persona, invece di rivolgere le informazioni al vasto pubblico, possono costituire una forma di consulenza in materia di investimenti*».

32 È opportuno ricordare che il test di adeguatezza non è basato sul principio di ottimizzazione di portafoglio: il consiglio deve riguardare uno strumento finanziario ritenuto adeguato (non il più adeguato) in base al sistema di valutazione adottato dall'intermediario.

33 Si veda il considerando 15 del Regolamento Delegato 2017/565 del 25 aprile 2016; ESAs Joint Committee (2015), p. 23, par. 60.

indicate dall'art. 24, comma 7 della MiFID II e dagli artt. 52 e 53 del Regolamento Delegato 565/2017³⁴.

La prima di queste condizioni riguarda la gamma di strumenti finanziari valutati ai fini della formulazione del consiglio, che deve essere composta da strumenti finanziari «sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti» e non può limitarsi a includere soltanto strumenti rispetto ai quali l'intermediario non si ponga in posizione di terzietà e indipendenza³⁵.

Non è escluso, ciò nonostante, che la gamma di strumenti finanziari comprenda anche taluni strumenti emessi o distribuiti dall'intermediario o da entità a esso legate, a condizione che la gamma di strumenti sia comunque più ampia. Sul presupposto che il processo di formulazione del consiglio di investimento si sia svolto nel rispetto della disciplina in materia di conflitti di interessi e dei presidi organizzativi dalla stessa richiesti, non si può escludere che la raccomandazione formulata, e ritenuta adatta al cliente in questione, sfoci legittimamente nell'indicazione di uno di tali strumenti finanziari³⁶.

È previsto, inoltre, che la consulenza indipendente possa essere concentrata «su certe categorie o una gamma specifica di strumenti finanziari» a condizione che il cliente ne sia a conoscenza e abbia espressamente accettato la specificità della gamma degli strumenti finanziari presi in esame. Il consulente deve, inoltre, valutare che il servizio così configurato sia adeguato al cliente in questione³⁷.

È chiaro allora che *robo advisors* non legati a gruppi di intermediari polifunzionali, in particolare consulenti finanziari autonomi e società di consulenza finanziaria, potranno offrire servizi di consulenza indipendente in ragione della posizione di terzietà rispetto agli strumenti finanziari consigliati e nel rispetto del divieto di percepire *inducements* (ossia compensi, commissioni o benefici non monetari forniti o ricevuti dall'intermediario nella prestazione di un servizio di investimento, da un soggetto 'terzo' non legato al cliente; sul tema si tornerà nel paragrafo 2.4). Anche gli intermediari potranno utilizzare piattaforme digitali sia per offrire servizi di consulenza indipendente sia per proporre servizi di consulenza nel cui ambito è consentito formulare consigli di investimento relativi a strumenti finanziari emessi o distribuiti dai medesimi (non necessariamente esclusi, come osservato, nemmeno dalla consulenza offerta come 'indipendente'). Pertanto, la corretta qualificazione del servizio prestato dovrà essere specifico oggetto di vigilanza, al fine di evitare che la piatta-

34 La nuova consulenza indipendente in materia di investimenti prestata su base indipendente rappresenta per il cliente un servizio ad alto valore aggiunto, più di quanto non sia la consulenza *tout court* nella quale è assente la promessa dell'intermediario di formulare un consiglio indipendente. Sempre a innalzamento del valore del servizio prestato dal cliente va letta anche la previsione che l'intermediario comunichi se «fornirà al cliente la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari ad essi raccomandati».

35 In particolare, la gamma di strumenti finanziari presi in esame non deve limitarsi a includere strumenti finanziari «emessi o forniti» dall'intermediario che presta il servizio o da altre entità che con lo stesso intrattengano stretti legami; né può includere solo strumenti che siano emessi o forniti da altre entità che con le quali l'intermediario intrattiene «stretti legami o rapporti legali o economici – come un rapporto contrattuale – tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata», si vedano l'art. 24, comma 7, MiFID II e, sulla nozione di 'stretti legami', l' art. 4, comma 1, n. 35, MiFID II.

36 Si veda il 'considerando' 73 della MiFID II, artt. 9, comma 1 e 52, comma 4 del Regolamento Delegato n. 565/2017 e ESMA (2017), Questions and Answers.

37 Art. 53, comma 2 del regolamento Delegato n. 565/2017.

forma digitale offra il servizio di consulenza su base indipendente, ma di fatto formulando consigli di investimento non coerenti rispetto a questa promessa.

Un ulteriore profilo di attenzione concerne l'obbligo da parte dell'impresa di investimento di informare il cliente rispetto alle caratteristiche del servizio e al grado di indipendenza del consulente.

Si ricorda che il flusso informativo deve avere ad oggetto: i) se la consulenza è fornita su base indipendente o meno; ii) se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari, e in particolare se la gamma è limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'impresa di investimento o altro stretto rapporto legale o economico, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata; iii) se l'impresa di investimento fornirà ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari a essi raccomandati³⁸.

Anche nella consulenza in materia di investimenti *non* prestata su base indipendente è previsto che il cliente riceva informazioni sulla natura e sulla tipologia degli strumenti finanziari che compongono la gamma presa in esame³⁹, così da essere in condizione di conoscere la concentrazione, all'interno della gamma esaminata, degli strumenti finanziari rispetto ai quali il soggetto che formula la raccomandazione non occupi una posizione di terzietà e indipendenza.

È consentito fornire informazioni tramite comunicazioni elettroniche se questa modalità è appropriata al contesto in cui il rapporto si svolge. A tal fine è necessario verificare che il cliente abbia regolare accesso a internet, come è consentito presumere se il cliente ha fornito un proprio indirizzo di posta elettronica (art. 3, comma 3, Regolamento Delegato 2017/565). Nello specifico contesto della consulenza fornita tramite una piattaforma digitale l'uso di comunicazioni elettroniche da parte del *robo advisor* non dovrebbe quindi presentare problemi.

La prestazione da parte dello stesso soggetto del servizio di consulenza e della consulenza su base indipendente impone di separare con chiarezza le informazioni relative all'una e all'altra tipologia di servizio offerto, ed è altresì posto divieto al consulente di presentarsi «come consulente in materia di investimenti indipendente per l'attività complessiva»⁴⁰.

38 Art. 24, comma 4, lett. a), iii), MiFID II. Si veda anche il Technical Advice ESMA su MiFID II e MiFIR del dicembre 2014.

39 L'art. 24, comma 4, lett. a), ii), MiFID II prevede che è necessario informare il cliente 'se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari, e in particolare se la gamma è limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'impresa di investimento o altro stretto rapporto legale o economico, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata'.

40 Art. 52, comma 1 e art. 53, comma 2 del Regolamento Delegato 2017/565.

La distinzione tra consulenza su base indipendente e non deve chiaramente essere rispettata anche dal *robo advisor* il quale dovrà opportunamente organizzare la piattaforma digitale e le modalità di registrazione e accesso del consumatore.

1.3 La forma del contratto

La MiFID II, tra le varie novità, ha introdotto una previsione che potrebbe avere un impatto non indifferente nei confronti dei *robo advisors* che prestano il servizio di consulenza in materia di investimenti, specie per quelli con maggiore grado di automazione.

Ci si riferisce, in particolare, all'obbligo di forma scritta⁴¹ del contratto di consulenza, tanto nei confronti dei clienti al dettaglio quanto di quelli professionali⁴² (art. 23, comma 1 Tuf e art. 58, par. 1 Reg. 565/2017), quando sia promessa anche la valutazione periodica dell'adeguatezza. Ciò implica che, ai fini della valida conclusione del contratto, non basta prevedere soluzioni informatiche (*flag* da spuntare, icone da selezionare e così via), ma occorre rispettare i requisiti civilistici in tema di forma scritta e di sottoscrizione del contratto (artt. 1350 e 2702 c.c.).

Il consulente automatizzato, però, sia per la clientela a cui si rivolge (persone con un elevato grado di informatizzazione) sia per la propria organizzazione (per sua natura snella e con costi operativi contenuti) utilizza per lo più, se non esclusivamente, il canale *internet* o, comunque, tecniche di comunicazione a distanza, potendo non avere⁴³ né personale fisico né sedi adeguate per la finalizzazione degli accordi per iscritto.

Per tale ragione, quindi, sembra utile ipotizzare possibili metodi alternativi alla raccolta della sottoscrizione del cliente senza la sua presenza fisica.

Una prima soluzione (abbastanza macchinosa) potrebbe consistere nel perfezionamento del contratto tramite il sistema di scambio di proposta e accettazione per corrispondenza, permettendo, ad esempio, al potenziale cliente la compilazione di un apposito *form online*, la sua successiva stampa e sottoscrizione, nonché l'invio del documento tramite posta all'indirizzo del consulente automatizzato: il contratto si perfezionerebbe con la ricezione, da parte del cliente-proponente, dell'accettazione, del *robo advisor*, della proposta precedentemente inviata.

41 Nel settore dei contratti di investimento la forma scritta non risponde solo a un'esigenza della vicenda contrattuale e di responsabilizzazione del contesto dell'investitore, ovvero di forma-formale, ma assume la valenza diversa e ulteriore di garanzia di trasparenza e protezione del contraente debole e, quindi, di forma-sostanza. "La forma, in altri termini, non è più solo vestimentum del contratto ma "veicolo di informazioni" (c.d. "neoformalismo negoziale")" (de Mari, 2018, p. 75).

42 Anche se per questi ultimi, a differenza dei clienti al dettaglio non è richiesto un contenuto minimo al contratto (de Mari, 2018, p. 76).

43 Diverso è ovviamente il caso di intermediari tradizionali che prestano (direttamente o tramite società controllate) anche il servizio di consulenza automatizzata.

L'alternativa potrebbe essere costituita dall'informatizzazione del contratto, procedendo alla sua sottoscrizione in modalità elettronica, tramite gli strumenti approntati dal d.lgs. 7 marzo 2005, n. 82, recante il Codice dell'Amministrazione Digitale (CAD) e dal Regolamento (UE) del 23 luglio 2014, n. 910/2014 "*in materia di identificazione elettronica e servizi fiduciari per le transazioni elettroniche nel mercato interno e che abroga la direttiva 1999/93/CE*", ossia firma digitale, altro tipo di firma elettronica qualificata ovvero firma elettronica avanzata (FEA) ⁴⁴.

Si ricorda che per FEA si intende una firma elettronica (ovvero un insieme di dati in forma elettronica, acclusi ovvero connessi tramite associazione logica ad altri dati elettronici utilizzati dal firmatario per firmare) che: i) sia connessa unicamente al firmatario e che sia idonea a indentificarlo; ii) sia formata mediante dati per la creazione di una firma elettronica che il firmatario può, con un elevato livello di sicurezza, utilizzare sotto il proprio esclusivo controllo; iii) sia collegata ai dati sottoscritti in modo da consentire l'identificazione di ogni successiva modifica di tali dati.

La firma elettronica qualificata consiste in una firma elettronica avanzata creata da un dispositivo per la creazione di una firma elettronica qualificata e basata su un certificato qualificato per firme elettroniche.

La firma digitale, infine, è un particolare tipo di firma qualificata basata su un sistema di chiavi crittografiche, una pubblica e una privata, correlate tra loro, che consente al titolare di firma elettronica tramite la chiave privata e a un soggetto terzo tramite la chiave pubblica, rispettivamente, di rendere manifesta e di verificare la provenienza e l'integrità di un documento informatico o di un insieme di documenti informatici.

Giova rilevare come già da svariato tempo numerosi intermediari creditizi abbiano implementato, in particolare, soluzioni di FEA attraverso il ricorso ai codici di identificazione per effettuare pagamenti tramite *internet banking*.

Tale processo avviene solitamente tramite una matrice dispositiva o un codice temporaneo (la cosiddetta *One Time Password* - OTP). Nel primo caso si tratta di una tessera personale che riporta una serie di codici dispositivi: l'autenticazione avviene attraverso l'inserimento di uno o più di tali codici dispositivi chiesti casualmente dal sistema. L'OTP è, invece, un codice variabile numerico, univoco e irripetibile, generato da un'applicazione informatica che il cliente può scaricare su un *device* proprio (segnatamente uno *smartphone* o un *tablet*) o fornito dalla banca stessa. Per ottenere tale OTP solitamente il cliente inserisce un codice di sblocco che permette la generazione di un codice unico e irripetibile che vale solo per un periodo di tempo limitato.

44 Si veda l'art. 20, comma 1-bis del CAD: "Il documento informatico soddisfa il requisito della forma scritta e ha l'efficacia prevista dall'articolo 2702 del Codice civile quando vi è apposta una firma digitale, altro tipo di firma elettronica qualificata o una firma elettronica avanzata [...]". e il successivo art. 21 del CAD, il quale prescrive come le scritture private di cui all'art. 1350, comma 1, n. 13 (ovvero tutte le scritture private per cui la legge dispone la necessità di forma scritta), redatte su documento informatico o formate attraverso procedimenti informatici siano sottoscritte, a pena di nullità, con le sopraccitate modalità (firma elettronica avanzata, qualificata o digitale). In un contesto in cui il dato quantitativo relativo ai contratti di investimento stipulati a distanza e *online* è alquanto significativo e in ulteriore crescita, la firma elettronica, avanzata, qualificata o digitale è equiparata alla forma scritta autografa (de Mari, 2018).

L'apposizione della firma elettronica sul documento informatico avviene quindi attraverso l'inserimento dei codici dispositivi dell'OTP, ciò sblocca il certificato digitale del cliente e avvia il processo di firma crittografica del documento necessario a rendere il contratto elettronico integro, non modificabile, leggibile e autentico. Il processo di FEA può ritenersi concluso solo quando il cliente visualizza il messaggio informativo di completamento dell'operazione. Dopo l'attivazione del servizio il cliente potrà accedere al documento informatico tramite apposita funzionalità disponibile in una propria area riservata e visualizzare nello spazio di firma una serie di informazioni inerenti data e ora di firma nonché le proprie generalità (nome e cognome).

1.4 Specificità della consulenza in materia di investimenti prestata dai *robo advisors* e confini della riserva di attività

Le specificità della 'consulenza in materia di investimenti' prestata tramite *robo advisors* può essere analizzata alla luce del quadro normativo descritto. L'analisi riguarda i soggetti che prestano il servizio di consulenza in materia di investimenti, in via esclusiva o unitamente ad altri servizi. L'offerta digitale, ossia la piattaforma che consente il primo contatto con il cliente, la stipulazione del contratto e l'erogazione del servizio (o una di queste fasi), deve quindi essere attribuibile a un soggetto autorizzato alla prestazione di questo servizio.

Il regime della riserva di attività prevede che la relativa autorizzazione possa essere concessa a società di investimento, a enti creditizi e a società di gestione del risparmio (art. 18, commi 1 e 2, Tuf). È verosimile, tuttavia, che in questi casi l'offerta del servizio di consulenza sia affiancata dalla prestazione, sempre in forma digitale, di un servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti e/o di ricezione e trasmissione dei medesimi (SIM e banche) ovvero di commercializzazione di OICR propri o di terzi (SGR⁴⁵; tale ipotesi trova conferma nelle evidenze raccolte in ambito domestico di cui alla Parte Prima del presente lavoro) consentendo così ai clienti di dare immediata attuazione ai consigli di investimento ricevuti. Diversamente i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza autonoma, autorizzati ai sensi degli artt. 18-*bis* e 18-*ter* del Tuf alla prestazione del solo servizio di consulenza in materia di investimenti, sono soggetti che non dovrebbero presentare, almeno in linea di principio, conflitti d'interesse derivanti dalla prestazione congiunta di più servizi. Non si può escludere tuttavia che, tramite un link interno al sito del *robo advisor*, anche le *start-up stand alone* consentano all'utente di connettersi a una piattaforma di negoziazione offerta da un intermediario terzo in collegamento o in accordo con il *robo advisor*.

L'offerta contestuale, attraverso la stessa piattaforma digitale, della consulenza in materia di investimenti e di servizi di negoziazione, se da un lato consente al cliente di dare esecuzione in piena autonomia al consiglio ricevuto dall'altro lato innalza il rischio di comportamenti non sufficientemente meditati (come osservato anche per l'offerta *online* dei servizi di negoziazione; Enriques, 2003, p. 46).

45 Ossia servizi ex art. 1, comma 5, lett. b) e lett. e), Tuf.

Si ritiene, di contro, che un rapporto caratterizzato da un momento di interazione umana tra consulente e cliente possa ridurre, almeno in principio, questo rischio, dando spazio a una più compiuta illustrazione della tipologia di operazione di investimento consigliata (Stella Richter, 2016, p. 331) grazie alla possibile modulazione dell'interazione dialogica in base anche alla cultura e all'esperienza del cliente che s'intende servire.

In una relazione completamente digitale tra intermediario abilitato e cliente, la riflessione, che investe il filone della *behavioral finance*, riguarda l'impatto dell'automazione della 'somministrazione' del consiglio di investimento sulla consapevole assunzione di rischio da parte dagli investitori. In particolare, l'assenza di interazione o l'interazione limitata potrebbe ridurre la 'pressione' psicologica esercitata dal consulente sul cliente (Katawetawaraks e Wang, 2011) o, al contrario, porre quest'ultimo in una condizione di disagio (Prasad e Aryasri, 2009). La rapidità del processo offre benefici derivanti della rapidità e dalla comodità del servizio (Hofacker, 2001; Wang et al., 2005), ma anche potenziali rischi connessi alla perdita di accuratezza della scelta (*too fast click decisions*). La raccolta e l'elaborazione delle informazioni utili alla scelta in ambiente digitale può ridurre il gap informativo (*click-stream behaviour*; Katawetawaraks e Wang, 2011; Laudon e Traver, 2009; Lim e Dubinsky, 2004) o ampliare i rischi connessi all'*information overload* e all'eccessivo affidamento sull'*informal advice* (Agnew e Szykman, 2005) e quelli derivanti dal *framing effect* (Katawetawaraks e Wang, 2011; Koo et al. 2008)⁴⁶.

Senza poter trarre conclusioni in questa fase, è comunque possibile constatare che, nonostante i rischi connessi all'elevata dinamicità e alla minor ponderazione delle operazioni di investimento da parte dei clienti, l'interazione digitale potrebbe eliminare le possibili 'distorsioni' nella prestazione del servizio derivanti da una lettura eccessivamente soggettiva delle informazioni del cliente acquisite dal consulente (o dall'addetto alla relazione incaricato dall'intermediario). Da qui, la conclusione, sebbene ancora preliminare, che non esiste un modello organizzativo teoricamente superiore sotto il profilo dell'efficacia dei risultati del processo di consulenza.

Inoltre, la regola della riserva di attività applicabile ai soggetti che intendono offrire professionalmente servizi e attività di investimento subisce una profonda eccezione in relazione proprio alla «*consulenza in materia di investimenti*». Tale eccezione esclude l'applicazione della relativa disciplina nei confronti delle «*persone che forniscono consulenza in materia di investimenti nell'esercizio di un'altra attività professionale non contemplata dalla presente direttiva (ossia non contemplata da MiFID II)*»⁴⁷, purché tale consulenza non sia specificamente remunerata⁴⁸.

Al di là di approfondimenti che non è opportuno svolgere in questa sede, l'esenzione richiamata, la cui *ratio* è in fondo comprensibile, mette però in evidenza il rischio di un'offerta, veicolata tramite piattaforme digitali, di servizi professionali non riservati, abbinati, anche solo occasionalmente, alla formulazione di consigli personalizzati (o presentati come tali) in materia di investimenti, senza pretendere un corri-

46 ESAs Joint Committee (2015), p. 21 e ss.

47 Corsivo aggiunto.

48 Art. 2, comma 1, lett. k), MiFID II e art. 4-terdecies, comma 1, lett. m), Tuf in vigore dal 3 gennaio 2018.

spettivo specifico in relazione a questo servizio⁴⁹. Allo stato, un fenomeno simile potrebbe apparentemente sfuggire all'applicazione dell'ordinamento MiFID II.

Altra e ultima questione che merita di essere richiamata riguarda la formulazione di consigli di investimento presentati come personalizzati, o rispetto ai quali il cliente dell'intermediario possa ricavare, dal contesto generale, l'impressione che si tratti di suggerimenti personalizzati e adatti al proprio profilo di rischio, senza che il soggetto che formula il consiglio abbia ottemperato alle regole di comportamento previste per il caso di specie (in relazione, in particolare, alla necessaria valutazione di adeguatezza prima di consigliare un'operazione di investimento).

Questo rischio è stato tradizionalmente studiato nell'ambito delle relazioni umane, quando in particolare la vicinanza, e spesso una certa consuetudine, tra l'addetto dell'intermediario e il cliente, permetta al primo di influenzare, anche al di fuori della prestazione del servizio di consulenza e dei relativi presidi, le decisioni in materia di investimento (consulenza strumentale o incidentale). Rischio che può manifestarsi anche nell'ambito dei servizi di investimento prestati tramite piattaforme digitali quando è prevista anche una fase di contatto diretto e di interazione umana tra i soggetti.

In conclusione, i tre aspetti sopra richiamati possono richiedere un'attenzione specifica nel caso in cui il servizio di consulenza sia reso attraverso una piattaforma digitale.

In un'ottica di supervisione e vigilanza è necessario porre attenzione alla costruzione, organizzazione e funzionamento dei contenuti della piattaforma digitale fruibile dai consumatori, accertando l'assenza dell'esercizio di un'indebita influenza sugli investitori in una o più fasi del processo digitale che non si svolgano conformemente alla disciplina della prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti.

2 La disciplina e i profili di *compliance*

Al fine di evidenziare le peculiarità dei profili di *compliance* nell'ambito dell'automazione del servizio di consulenza giova ribadire che l'elemento comune caratterizzante il fenomeno è individuabile nel grado di automazione del servizio nel momento in cui essa assume rilevanza su di un piano giuridico. Ne deriva pertanto che quel fenomeno cosiddetto di disgiunzione, totale o parziale, della prestazione dal rapporto umano, conseguenza della virtualizzazione dello stesso, ricorra unicamente nelle fattispecie di *robo advice* puro e ibrido. Contrariamente, nell'ipotesi di *robo4advisor*, l'automazione costituisce solo un momento antecedente alla prestazione del servizio, ossia strumentale a essa, in quanto non coinvolge in maniera diretta il

⁴⁹ Art. 2, comma 1, lett. k), MiFID II.

cliente finale; nel caso in parola la prestazione rimane realizzata tramite interazione umana tra il cliente e un addetto dell'intermediario.

Nell'analizzare i profili di *compliance* si dovrà tenere conto, inoltre, dell'eterogeneità delle caratteristiche dei *providers* di consulenza automatizzata illustrata in precedenza (si veda la Parte Prima) e, in particolare, delle differenze strutturali e organizzative che intercorrono ad esempio tra una *start-up* neocostituita e un intermediario con un'articolata rete di consulenti.

2.1 Regime autorizzatorio

L'attuale e articolato complesso normativo⁵⁰ si fonda su tre pilastri: i) l'istituzione di un albo unico dei consulenti finanziari (art. 31, comma 4 Tuf); ii) la creazione di un organismo di vigilanza deputato alla tenuta dell'albo (per brevità l'Organismo - OCF); iii) la sussistenza di determinati requisiti sia riferiti all'ente (ad esempio, requisiti di natura patrimoniale o di indipendenza) sia riferiti agli esponenti aziendali (professionalità, onorabilità e indipendenza; Lener (2014), p. 27).

Questi ultimi sono poi dettagliati nel Regolamento adottato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze con decreto n. 66 del 5 aprile 2012 (per brevità il Regolamento Ministeriale). La necessità di una regolamentazione puntuale e stringente per le attività di consulenza indipendente è stata inoltre ribadita nel Considerando 70 della MiFID II.

Rispetto ai requisiti già previsti per la consulenza tradizionale, è il caso di verificare se e in che modo la differente natura del servizio di *robo advice* renda gli stessi non più sufficienti o quantomeno non adeguati. Nel paradigma classico, specialmente con riferimento alle società di consulenza finanziaria di cui all'art. 18-ter del Tuf, l'interesse del regolatore si è concentrato su parametri tradizionali riferibili molto sommariamente a tre macro-temi: i) indipendenza e conflitti di interessi; ii) organizzazione; iii) solidità economico-finanziaria.

Indipendenza e conflitto di interessi

Con riferimento al requisito di indipendenza giova precisare che ai sensi del Regolamento Ministeriale, non possono essere iscritte all'albo unico le società che: i) direttamente o per conto o tramite terzi intrattengano rapporti di natura patrimoniale, economica, finanziaria o contrattuale con emittenti o intermediari e società controllanti o controllate se tali rapporti possano condizionarne l'indipendenza; ii) presentano una struttura di gruppo tale da condizionarne l'indipendenza.

In considerazione dell'attuale panorama europeo dei *robo advisors* e fermo restando il rischio circa l'indipendenza di operatori appartenenti a gruppi finanziari

⁵⁰ Le norme di primo livello sono contenute agli artt. 18-bis, 18-ter, 31 del Tuf; il libro VIII del Regolamento Intermediari (art. 91 e ss.) disciplina l'albo e le attività dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, mentre il Regolamento 17130/2010 da attuazione agli artt. 18-bis e 18-ter del Tuf e disciplina la sola attività di consulenza finanziaria.

che non si manifesta in maniera troppo differente rispetto al servizio di consulenza finanziaria tradizionale, maggiore attenzione si dovrebbe porre rispetto a due fenomeni.

Da una parte, vi è il rischio che il servizio di *robo advice* consenta all'investitore, per mezzo di collegamenti più o meno mediati (ad esempio attraverso un *link*), di accedere dai servizi di consulenza finanziaria *sic et simpliciter* a vere e proprie attività di investimento quali ad esempio l'esecuzione di ordini (si pensi all'ipotesi descritta nel paragrafo 1.2, Parte I). Al di là della questione della consapevolezza dell'investitore rispetto a tali passaggi, che pur riveste somma importanza, sarebbe invece interessante verificare se tali collegamenti possano in qualche modo inficiare l'indipendenza del singolo *robo advisor*⁵¹.

Dall'altra, specialmente per i *robo advisors start-up stand alone*, si pone invece il tema della necessità di reperire costanti risorse finanziarie fondamentali per il mantenimento della piattaforma informatica e per l'attività di acquisizione di nuovi clienti.

In tali ipotesi, può verificarsi il caso in cui il reperimento di risorse finanziarie avvenga tramite cessione di quote di partecipazione di minoranza a soggetti operanti nella medesima *industry*⁵². Quote che in sé considerate non dovrebbero formalmente compromettere l'indipendenza del *robo advisor*, ma che non possono non richiedere una maggiore attenzione in sede di valutazione da parte dell'Organismo.

Si ritiene pertanto opportuno che ai fini della valutazione del requisito dell'indipendenza, l'Organismo tenga conto non soltanto dei parametri valutativi formali ma anche di tutti quei rapporti tra *robo advisors* e imprese terze di investimento che possono sostanziarsi da una parte in un collegamento funzionale tra servizi integrati o integrabili, dall'altra in veri e propri legami di natura finanziaria.

Requisiti organizzativi. Dalla governance degli algoritmi' ai sistemi di disaster recovery

Per quanto concerne i requisiti di natura organizzativa tradizionali (*inter alia* onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali) non sembrano porsi particolari necessità di approfondimento. Potrebbe eventualmente valutarsi la necessità di ampliare il concetto di 'adeguata professionalità' di cui all'art. 2 comma 2, del d.m.

51 Preoccupazione ribadita da IOSCO (2016), p. 8: «*It is important to note, however, that this distinction is not directly visible to the customer, i.e., the customer can initiate execution through the automated investment advice platform*».

52 Il caso più noto nel contesto nazionale è rappresentato dall'acquisizione di una quota di minoranza da parte di Allianz Global Investors (società del gruppo Allianz) in Moneyfarm: <https://www.ft.com/content/f140a26c-8182-11e6-8e50-8ec15fb462f4>.

206/2008⁵³, sino a includere competenze ultronee riferite, ad esempio, all'informatica o alle modalità di funzionamento di sistemi esperti.

Tale approccio è confermato dagli Orientamenti ESMA (2018)⁵⁴.

Con riferimento alla consulenza automatizzata, l'introduzione di un ulteriore elemento di complessità, dovuto all'utilizzo di un algoritmo o di sistemi di automazione, imporrebbe l'ampliamento delle competenze oggetto della prova valutativa da parte dell'Organismo⁵⁵.

Di tutt'altro rilievo è invece il tema relativo alle modalità di 'costruzione' dell'algoritmo e alla cosiddetta *algo-governance*. Ci si chiede, in particolare, se rientri tra i compiti del regolatore valutare l'efficacia o la bontà delle metodologie e degli algoritmi alla base della produzione delle raccomandazioni in materia di investimento⁵⁶.

Sino ad oggi, seppur in ambiti diversi rispetto a quello dei mercati finanziari, non si è ancora consolidata tanto nella giurisprudenza quanto nella dottrina una convinzione univoca sull'opportunità (o la necessità) che il regolatore valuti la correttezza delle cosiddette *black-boxes*⁵⁷ e sugli spazi eventualmente concessi al regolatore stesso quando tali algoritmi sono protetti da diritti di privativa e/o sviluppati da *software house* terze per conto dei *robo advisors*.

Sul tema si sofferma l'orientamento generale 8 n. 82 dei già citati Orientamenti ESMA (2018), che suggerisce l'implementazione di un sistema informativo teso a esplicitare funzioni, scopo e architettura dell'algoritmo, oltre a prevedere un sistema di monitoraggio costante⁵⁸.

53 Il quale espressamente richiede una «conoscenza specialistica in materie giuridiche, economiche, finanziarie e tecniche, rilevanti nella prestazione del servizio di consulenza».

54 Si veda a tal proposito la *Guideline 11 – 100*: «Where relevant, when employing automated tools (including hybrid tools), investment firms should ensure that their staff involved in the activities related to the definition of these tools: (a) have an appropriate understanding of the technology and algorithms used to provide digital advice (particularly they are able to understand the rationale, risks and rules behind the algorithms underpinning the digital advice); and (b) are able to understand and review the digital/automated advice generated by the algorithms.»

55 Si veda ad esempio il caso della Germania citato dalla IOSCO nel proprio report del 2016 sulla consulenza automatizzata in cui si esplicita: "[...] an individual registration for investment advisors is required in the so-called Employees and Complaints register. Additionally, Germany requires every firm that offers automated advice to register at least one person who is responsible for the firm's automated advice tool", (*Update to the Report on the IOSCO automated advice tools survey, Final Report, FR15/2016, December 2016*, p. 7).

56 Sul tema si veda Paracampo (2019, in corso di pubblicazione).

57 Con l'eccezione dell'utilizzo della data-science in ambito medico. Si veda Nicholson Price II, W. (2017).

58 Più specificamente, la *Guidelines n. 82* dispone: « In particular, firms should at least: establish an appropriate system-design documentation that clearly sets out the purpose, scope and design of the algorithms. Decision trees or decision rules should form part of this documentation, where relevant; have a documented test strategy that explains the scope of testing of algorithms. This should include test plans, test cases, test results, defect resolution (if relevant), and final test results [...]».

Secondo l'ESMA, il consulente automatizzato deve disegnare, monitorare e testare gli algoritmi utilizzati (propri o forniti da *provider* esterni), in un'ottica di gestione dei rischi e di controlli interni, nonché documentare tutto il processo di investimento.

Si presume dunque che il *robo advisor* raccolga e mantenga adeguata documentazione di sistema che indichi le ragioni, lo scopo e la costruzione dell'algoritmo⁵⁹. Ai fini della ricostruzione del processo di investimento, il *robo advisor* dovrebbe altresì raccogliere e mantenere informazioni sulle strategie e i risultati delle prove, sulla correzione di eventuali errori, nonché prevedere appropriati processi per gestire i cambi di un algoritmo, incluse le procedure per prevenire accessi non autorizzati agli algoritmi stessi. A tal scopo, dovrebbero essere previsti controlli automatizzati e sistemi di blocco in caso di errori di algoritmo.

Gli algoritmi devono essere, inoltre, regolarmente testati per la valutazione della qualità e l'aggiornamento attraverso revisioni periodiche e controlli casuali: ove eventuali anomalie siano rilevate, dovrebbero venire prontamente corrette e, fino a quel momento, l'operatività (ovvero la prestazione della consulenza) dovrebbe venire momentaneamente inibita.

Come ogni intermediario finanziario è responsabile per la qualità del servizio prestato, allo stesso modo, i *robo advisors* sono responsabili per ogni consulenza difettosa fornita: hanno quindi necessità di adottare e implementare misure per l'identificazione e segnalazione di tali situazioni. Infine, dovrebbero essere approntati idonei rimedi alle perdite in cui siano incorsi i clienti in caso di consulenza 'difettosa'. L'intermediario dovrebbe pertanto disporre di adeguate risorse umane e tecnologiche per monitorare e supervisionare gli algoritmi (in particolare per «comprendere la logica, i rischi e le norme alla base degli algoritmi su cui si fonda la consulenza digitale») e per «comprendere e rivedere la consulenza digitale/automatizzata generata dagli algoritmi»⁶⁰.

A tal proposito, alcuni regolatori esteri hanno previsto una serie di specifiche e ulteriori misure sulla qualità dei controlli sulla consulenza automatizzata prestata, quali sistemi di controllo 'umano' *ex post* sulla qualità dell'algoritmo e del processo di investimento, ossia valutazioni a campione, attraverso l'utilizzo delle informazioni contenute nell'archivio del

59 L'Autorità di vigilanza australiana (ASIC, 2016) richiede, in caso di consulenza interamente automatizzata, che ogni impresa debba avere almeno un referente che soddisfi uno *standard* minimo di competenze e di addestramento per i consulenti. Tale soggetto è responsabile per l'impresa e deve soddisfare gli obblighi di mantenere la competenza nell'area coperta dalla licenza/autorizzazione (prestazione della consulenza automatizzata). Il referente è anche responsabile nel garantire che i rappresentanti dell'impresa siano adeguatamente addestrati e competenti per supportare il servizio e la clientela.

60 ESMA (2018), punto 100 p. 29. Sul punto, si veda anche ASIC (2016).

cliente e ogni altra informazione che potrebbe servire a formare un'oggettiva valutazione della qualità della consulenza prestata⁶¹.

In tale contesto, di fondamentale importanza sono le funzioni di secondo e di terzo livello che dovrebbero contribuire fortemente alla definizione di un adeguato *framework* dei controlli e del processo di investimento.

In particolare, la funzione di controllo di conformità (di cui all'art. 22 della MiFID II) dovrebbe garantire competenze e risorse preparate in grado di effettuare adeguati controlli sugli strumenti informatici e automatizzati (*software*, algoritmi e alberi di decisione). Dovrebbe inoltre verificare che i *tool* utilizzati siano compatibili con la disciplina di settore. La funzione di gestione del rischio (di cui all'art. 23 della MiFID II) dovrebbe monitorare l'adeguatezza e l'efficacia delle misure di gestione del rischio: nel caso di specie dovrebbe monitorare il rischio informatico, con ciò intendendosi tanto il malfunzionamento dell'algoritmo quanto un eventuale *cyber-attack*. Allo stesso modo, la funzione di revisione interna (o *internal audit*; di cui all'art. 24 della MiFID II) dovrebbe concentrare parte della sua attività di verifica sui processi di automazione.

Strutture societarie meno robuste, o semplicemente prive di un sistema di *disaster recovery* adeguato, potrebbero infatti porre a serio rischio tanto le informazioni e i dati sensibili del cliente quanto la funzionalità e la fruibilità del servizio (al tema della *cyber security* è dedicata la Sezione successiva, alla quale si rimanda per ulteriori dettagli)⁶².

I rischi legati all'utilizzo degli algoritmi rendono opportuno verificare la possibilità di introdurre ulteriori requisiti di natura organizzativa e strutturale che vertano non tanto sull'ente, quanto piuttosto sull'apparato informatico e sulla piattaforma di interfaccia con il cliente⁶³.

2.2 Le regole di comportamento. La valutazione di adeguatezza

L'obbligo di valutazione di adeguatezza a cui l'intermediario è tenuto nella prestazione del servizio di consulenza agli investimenti e di gestione di portafoglio

61 Si vedano, *inter alia*, ASIC (2016) e IOSCO (2016), Final report.

62 Nel già citato *report* della IOSCO del 2016 alcune autorità hanno rimarcato l'importanza circa la protezione delle informazioni sensibili del cliente e dell'operatività della piattaforma informatica: "Three regulators (ASIC, FINRA/SEC, HKSCFC) specifically raised the issue of cybersecurity and/or the protection of sensitive customer information as a discrete concern related to the supervision of automated advice providers. Several others (including the AMF/OSC) raised the issue implicitly with reference to concerns regarding adequate internal controls or operational integrity, or by general agreement with the list of regulatory concerns that accompanied the request for updated information."

63 Alla previsione di eventuali specifici requisiti organizzativi fa da contraltare la convinzione per cui il robo advisor non sia tenuto a rivelare ai propri clienti-investitori i dettagli dell'algoritmo utilizzato. Così al punto 3.3 3 Annex III – Feedback on the consultation paper del Report: «ESMA also confirms that it does not intend to require firms to disclose their algorithms in detail to clients and has therefore amended the guidelines accordingly» (su questo punto, si veda anche il paragrafo 3.4).

riveste un ruolo centrale nel sistema di tutele del risparmiatore/investitore, sul quale numerose giurisdizioni sono intervenute per contenere possibili criticità legate all'ambiente digitale.

Tra queste, in particolare, si ricorda il caso degli Stati Uniti dove la Securities and Exchange Commission (SEC), dopo il Fintech Forum del novembre 2016, ha indirizzato ai *robo advisors*, in generale sottoposti alla medesima regolamentazione dei consulenti umani⁶⁴, alcuni suggerimenti in merito alla *disclosure* del servizio offerto, alle informazioni da raccogliere per la valutazione dell'adeguatezza e alla *compliance* in ambiente digitale⁶⁵.

Nel contesto europeo, il presidio della valutazione di adeguatezza ha conosciuto un progressivo potenziamento a partire dalla Direttiva 2004/39/CE (cosiddetta MiFID I) e dalla relativa Direttiva di attuazione 2006/73/CE. In fase di revisione della MiFID e, dunque, con l'implementazione del pacchetto MiFID II/MiFIR, il legislatore europeo ha tenuto conto anche delle implicazioni connesse all'innovazione finanziaria e al progresso tecnologico. I già menzionati Orientamenti ESMA pubblicati nel 2018 completano il quadro di riferimento, dettagliando le informazioni che possono essere raccolte dall'intermediario (attraverso il questionario) e offrendo indicazioni utili in merito alle modalità di rilevazione delle informazioni stesse anche nell'ambito della consulenza automatizzata.

Nell'ambito delle *guidelines* pubblicate nel 2018, l'ESMA ha inteso offrire taluni orientamenti che risultano 'particolarmente pertinenti' per le imprese che forniscono consulenza automatizzata in ragione della limitata (o nulla) interazione tra clienti e *providers* e che completano il quadro vigente, «le cui disposizioni – in virtù di un principio di neutralità tecnologica – trovano applicazione a prescindere dal mezzo utilizzato per la prestazione del servizio» (Paracampo; 2018)⁶⁶.

Il principio di neutralità tecnologica in realtà appare più come una base di partenza da cui muovere che come un limite oltre il quale non è consentito spingersi⁶⁷. Tale principio non può quindi essere considerato un assioma: è infatti chiaro come la consulenza automatizzata richieda maggiori cautele che, allo stato, probabilmente non presuppongono interventi di natura regolamentare *ad hoc*. Infatti le regole di derivazione MiFID II hanno un'estensione sufficientemente ampia, tale da poter essere declinate e arricchite per gli intermediari che prestano servizi di investimento con un alto grado di automazione⁶⁸.

64 Si vedano l'Investment Advisers Act del 1940 e il Regulation of Investment Advisers (Securities and Exchange Commission; 2013).

65 SEC (2017).

66 ESMA (2018), punto 7 p. 4.

67 Per la verità in ambiti vicini ancorché differenti da quello in esame del robo advice (ossia quello delle banche FinTech), la BCE, superando nei fatti il principio di neutralità tecnologica, ha previsto regole speciali per tali banche (BCE 2018). La BCE richiede alle banche FinTech ulteriori misure che riguardano, nello specifico: il sistema di governo societario (inteso come adeguatezza dei membri dell'organo di gestione e degli azionisti); requisiti di conoscenza ed esperienza, non solo bancaria e finanziaria ma anche tecnologica, nei confronti dei membri dell'organo con funzione di supervisione strategica; previsione di una nuova figura apicale nell'organigramma aziendale con competenze tecnologiche di alto livello (Chief Information Technology).

68 Il riferimento è agli artt. 16, parr. 2 e 5 della MiFID II (Direttiva 2014/65/UE) e agli artt. da 21 a 29 del Regolamento UE 565/2017.

L'Autorità europea, in primo luogo, sottolinea che le imprese dovrebbero informare i clienti su livello ed estensione dell'intervento umano e sui casi in cui il cliente può chiedere l'interazione umana. I *robo advisors* dovrebbero mettere in evidenza, a beneficio dei clienti, che le risposte da essi fornite influiranno direttamente sulla determinazione dell'idoneità delle decisioni di investimento raccomandate. Dovrebbero, inoltre, specificare se le risposte al questionario costituiscono l'unica base per la profilatura o se l'impresa ha accesso a informazioni diverse e, infine, informare in merito alla periodicità e alle modalità di aggiornamento del profilo cliente⁶⁹.

Al fine di garantire che l'informativa resa al cliente sia 'efficace' i *robo advisors* potrebbero anche mettere in evidenza le informazioni rilevanti tramite accorgimenti come i *pop-up* e valutare se «alcune informazioni debbano essere accompagnate da un testo interattivo» o se è opportuno offrire dettagli supplementari tramite altre soluzioni (ad esempio tramite la sezione delle domande frequenti, cosiddette FAQ)⁷⁰.

In secondo luogo, l'ESMA è intervenuta sullo svolgimento della verifica di adeguatezza nell'ambito della raccolta *online* delle informazioni, con specifico riferimento ai controlli di coerenza tra le risposte e ai possibili strumenti che aiutano l'investitore nell'elaborazione delle risposte al questionario⁷¹.

L'assenza di una figura fisica che affianchi l'investitore e lo accompagni nella compilazione del questionario per la valutazione dell'adeguatezza può generare infatti problematiche connesse, ad esempio, alla bassa consapevolezza dell'importanza dello scambio informativo tra consulente e cliente (CONSOB, Report 2016), all'assenza di un professionista in grado di sciogliere dubbi e placare ansie (Prasad e Aryasri, 2009) o all'incapacità dell'algorithmo di cogliere le sfumature connesse alle percezioni soggettive dell'investitore e ai tratti comportamentali ed emotivi che condizionano la sua tolleranza al rischio⁷². La funzionalità generale dipende da come è organizzato concretamente il modello di servizio, dall'eventuale facoltà del cliente di interfacciarsi con un consulente umano, nella presenza nei questionari di controlli di coerenza e meccanismi che inibiscono il servizio nel caso in cui le domande di controllo segnalino incongruenze nelle risposte.

Un'ulteriore considerazione, strettamente conseguente il tema della profilatura in autonomia e in ambito digitale, concerne il rischio che l'interpretazione delle

69 ESMA (2018), punto 20 p. 7.

70 ESMA (2018), punto 21 p. 7.

71 ESMA (2018), punti 20, 21, 32, 51, 82 e 100. L'Autorità europea è inoltre intervenuta in materia di: i) misure organizzative che gli intermediari con limitata o assente interazione umana dovrebbero predisporre per la cura e manutenzione degli algoritmi utilizzati dai clienti e per la sicurezza dei dati relativi alla clientela; ii) informazioni da fornire agli investitori al fine di consentire decisioni consapevoli anche in assenza di interazione umana. Il primo punto fa riferimento alle problematiche relative alla robustezza dei *software* e degli algoritmi utilizzati in fase di raccolta, conservazione ed elaborazione delle informazioni raccolte, nonché ai rischi per la sicurezza dei dati trattati, sia di quelli relativi alla sfera individuale del cliente, per i profili di *privacy* sia di quelli relativi ai processi di addebito e accredito delle somme scambiate ai fini dell'investimento. A tal proposito si rimanda al precedente paragrafo per i requisiti organizzativi e i presidi di *governance* degli algoritmi e al successivo Capitolo 4 per i profili di *privacy* e *cybersecurity*.

72 Sul tema della rilevazione della tolleranza al rischio si vedano, tra gli altri ESMA (2018), Linciano e Soccorso (2012); Marinelli e Mazzoli (2010), De Palma e Picard (2010), Financial Services Authority (2011).

domande (e la risposta alle stesse) sia influenzata dal cosiddetto effetto *framing* (Katawetawaraks e Wang, 2011; Koo et al., 2008). Sebbene non si possa escludere che le distorsioni imputabili al *framing effect* possano inficiare la percezione e l'uso delle informazioni da parte dell'investitore anche nel contesto tradizionale, nel caso di prestazione automatizzata del servizio rilevano ulteriori profili distorsivi. In un contesto dove l'interazione con altri individui è assente (o quantomeno molto contenuta), la percezione e l'elaborazione delle informazioni disponibili sono lasciate alla piena autonomia del cliente. Emerge inoltre il rischio i clienti possano sopravvalutare la propria conoscenza ed esperienza, rischio che gli Orientamenti ESMA suggeriscono di contenere facendo leva su numerosi spunti provenienti dalla finanza comportamentale e dalla psicomètria⁷³. D'altro canto, non si deve escludere che procedure automatizzate e interfaccia grafiche opportunamente disegnate, possano essere messe a servizio dell'investitore, stimolando comportamenti nel suo migliore interesse, in linea le tecniche più avanzate di *nudging* (Finamètrica, 2015).

Sullo sfondo resta aperto il tema della rilevazione della complessità delle situazioni personali e delle circostanze emotive in cui versa l'investitore nel momento in cui risponde al questionario, ma in tal senso, la diffusione di *big data analytics* e l'utilizzo di modelli di rete neuronali potrebbe recare benefici in termini di attendibilità della valutazione di adeguatezza (per i profili di *privacy* si rimanda al successivo Capitolo 4). Tale circostanza comporterà necessariamente un monitoraggio attento e continuativo delle soluzioni adottate dagli intermediari e l'opportuna modulazione dell'azione di vigilanza sul corretto adempimento delle regole di comportamento da parte dei soggetti vigilati⁷⁴.

Un recente studio di Giudici e Polinesi (2018) sottolinea che la valorizzazione dei *big data* gestiti da piattaforme FinTech potrebbe contribuire a generare profili di rischio degli investitori più coerenti e attendibili. Gli autori, in particolare, analizzano l'utilizzo di modelli di rete neuronali nell'identificazione della classe di rischio di un investitore così come si evince dai rendimenti passati del suo portafoglio per poi procedere a confrontarla con la classe di rischio 'attesa', ossia stimata sulla base delle risposte ai questionari MiFID.

Prescindendo, in questa sede, sia dai rischi di malfunzionamento e manipolazione dell'algoritmo sia dalle criticità connesse alla elaborazione del questionario per la profilatura (che pure rilevano in ambito di consulenza tradizionale), si potrebbe supporre, come già anticipato, che una procedura automatizzata per la valutazione di adeguatezza possa elevare l'efficacia della procedura stessa, contribuendo a renderne stabili e affidabili gli esiti (nell'ambito sia di valutazioni realizzate in tempi diversi sia di valutazioni riferite a soggetti diversi).

L'automazione consente, infine, per lo meno nei casi di piena automazione, una completa tracciabilità del processo che non può essere garantita quando il servizio è prestato tramite canali tradizionali.

73 ESMA (2018), punto 51 p. 16.

74 Sul tema si veda anche Di Porto (2017).

2.3 Le regole di comportamento. La *product governance*

La disciplina di governo dei prodotti è una delle novità più rilevanti introdotte dalla MiFID II⁷⁵ che si rivolge a quei soggetti (intermediari) che creano, sviluppano, emettono e/o concepiscono lo strumento finanziario (i *'manufacturers'*) ovvero agli intermediari che offrono o raccomandano strumenti finanziari alla clientela (i *'distributors'* o *'distributori'*)⁷⁶.

Trattasi di regole, di per sé non completamente nuove⁷⁷, che si inquadrano nell'alveo delle misure di *investor protection* e sono volte ad assicurare il perseguimento del miglior interesse dei clienti durante le diverse fasi di *'vita'* dei prodotti, intervenendo *ex ante* rispetto alla valutazione di adeguatezza/appropriatezza e attraverso la previsione di meccanismi idonei alla corretta identificazione e valorizzazione dei bisogni della clientela *target* che, al momento della *'costruzione'* del prodotto, non è stata ancora individuata nello specifico⁷⁸.

Rimandando a de Mari (2015 e 2018) la disamina dettagliata dell'obbligo di *product governance*, in questa sede si ricorda che anche il soggetto che presta consulenza automatizzata è tenuto agli adempimenti in tema di governo dei prodotti: certamente nella sua veste di *'distributore'*, contribuendo a veicolare gli strumenti finanziari di cui suggerisce l'acquisto/sottoscrizione ma anche, talvolta, quale *'produttore'* (in questo caso, i due ruoli produttore-distributore potrebbero coincidere) ove emettesse, esso stesso, titoli. Anche se la categoria dei *robo advisors* è costituita, tendenzialmente, da *distributors*, non si può escludere dalla presente analisi la presenza di *manufacturer*. Gli strumenti automatizzati possono intervenire lungo tutto il processo di definizione del mercato di riferimento e nell'elaborazione della strategia di distribuzione.

Tanto il produttore quanto il distributore potrebbero ricorrere all'utilizzo e all'elaborazione automatica di *big data*; il *distributor* (anche il produttore non *'puro'*) potrebbe utilizzare direttamente i dati della propria clientela: ci si riferisce, in parti-

75 Si veda l'art. 24 della MiFID II, il capo III della Direttiva Delegata 593/2017 e ESMA (2017), *Final Report*.

76 Come chiarito dalla CONSOB, nel documento di consultazione del 6 luglio 2017 *'Modifiche al Regolamento Intermediari relativamente alle disposizioni per la protezione degli investitori e alle competenze e conoscenze richieste al personale degli intermediari, in recepimento della direttiva 2014/65/UE (MiFID II)*, p. 73, nel concreto, possono verificarsi quattro diverse situazioni, ovvero (i) operatori che agiscono esclusivamente nella veste di produttore, senza quindi intrattenere alcun tipo di rapporto con i clienti destinatari dei prodotti realizzati (*'produttori puri'*); (ii) intermediari che si focalizzano sulla sola interazione con i clienti, senza essere coinvolti nell'ingegnerizzazione dei prodotti realizzati (*'distributori puri'*); (iii) distributori che, pur non essendo direttamente responsabili per la realizzazione dei prodotti, sono interessati da talune fasi di tale processo essendo portatori di specifiche esigenze della clientela ed, infine, (iv) intermediari che agiscono sia da produttore che da distributore.

77 La stessa CONSOB, infatti, nel vigore delle regole preesistenti, ha potuto emanare provvedimenti per un certo verso precursori rispetto alle regole di cui qui si tratta, ovvero le comunicazioni sui prodotti illiquidi (Comunicazione CONSOB 2 marzo 2009, n. 9019104, Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi) e sui prodotti complessi (Comunicazione CONSOB 22 dicembre 2014, n. 0097996, Comunicazione sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti *retail*).

78 Come chiarito dalla CONSOB, nel documento di consultazione cit., p. 73: *'L'aspetto maggiormente caratterizzante, e per certi versi innovativo, della disciplina in discorso consiste nell'esplicitare il dovere degli intermediari di anticipare la considerazione delle esigenze di tutela dell'investitore già a partire dai processi di creazione dei prodotti, nonché di definizione delle strategie di business e commerciali – preliminari rispetto al momento della prestazione dei servizi di investimento della clientela –, allo scopo di prevenire, o comunque contenere, possibili fenomeni di mis-selling'*.

colare, tanto alle dichiarazioni rilasciate in fase di apertura del rapporto e aggiornate periodicamente quanto alle informazioni raccolte nel corso dell'operatività ordinaria.

Nel primo caso, i dati sono contenuti nel già citato 'questionario MiFID' per la valutazione di adeguatezza/appropriatezza, somministrato ai fini della prestazione dei servizi di investimento, nonché nel questionario *know your customer* ai fini antiriciclaggio. Informazioni quali la consistenza patrimoniale, i redditi, la composizione del nucleo familiare, la propensione al rischio e gli obiettivi di investimento possono venire utilizzati, elaborati e ponderati da un *tool* informatico sulla base delle indicazioni e linee guida dettate dagli organi apicali dell'intermediario, segnatamente l'organo con funzione di supervisione strategica, e validate dalla funzione di controllo di conformità.

Nel secondo caso (informazioni raccolte nel corso dell'operatività ordinaria), il tipo e la quantità di informazioni dipenderanno dal servizio prestato (i servizi 'esecutivi' permettono di raccogliere meno informazioni rispetto alla consulenza in materia di investimento o gestione di portafogli), dall'operatività del singolo cliente (più il cliente è 'attivo' maggiori informazioni si possono raccogliere) e dalla durata del rapporto intrattenuto (anche in questo caso, maggiore è la durata maggiore – e di migliore qualità – è la quantità di informazioni).

Come per gli operatori che offrono consulenza nella modalità tradizionale, anche per i *robo advisors* sarà molto importante la ponderazione dei singoli fattori che, prima di essere tradotta in un algoritmo, dovrà essere condivisa, nella sua impostazione generale, dal *management* dell'impresa (produttrice o distributrice). Il diverso peso attribuito ai singoli fattori contribuirà poi alla definizione del *target market* e della strategia distribuita di ogni strumento prodotto/offerto.

L'utilizzo di strumenti automatizzati (quali gli algoritmi) e di *tool* che permettono a sistemi diversi (valutazione di adeguatezza MiFID e individuazione del mercato di riferimento) di 'parlarsi' non determina ulteriori adempimenti regolamentari ma, al contrario, facilita la *compliance* alla disciplina di riferimento.

In particolare, nel caso del *robo advice* elementi rilevanti potrebbero essere la previsione di un questionario interattivo che determina l'esclusione di certe sezioni in caso di mancata o sbagliata risposta a determinate domande, piuttosto che la previsione di domande (ulteriori) di controllo che determinino una conferma o, al contrario, un abbassamento del livello precedentemente previsto, piuttosto che un sistema automatizzato di ponderazione delle singole informazioni e di individuazione di eventuali risposte anomale o contraddittorie. La possibilità, inoltre, di prevedere dei sistemi automatizzati di incrocio dei dati raccolti nell'ambito dell'adeguata verifica con le caratteristiche del mercato di riferimento di ciascuno strumento finanziario aiuta nella definizione e nell'aggiornamento del mercato di riferimento stesso, specie quello 'effettivo'.

L'esigenza se non addirittura la necessità di prevedere un certo grado di automazione nei processi di governo dei prodotti, specie per il mercato di massa, è stata

auspicata dalla stessa ESMA⁷⁹, secondo la quale tale automazione dovrebbe essere basata su formule o metodologie algoritmiche che processino i dati riferiti a prodotti e clienti.

L'automazione dei processi di governo dei prodotti determina altresì una probabile riduzione di costi e una maggiore efficacia nella delimitazione del mercato di riferimento nonché nella definizione della strategia distributiva⁸⁰.

Con riferimento, in particolare, alla riduzione di costi si osserva che, come in ogni settore produttivo, l'automazione determina, dopo un iniziale impegno finanziario (determinato dall'implementazione dei sistemi informativi), un recupero di efficienza, più o meno significativo, nel medio periodo, determinato dalla minore necessità di forza lavoro e dalla riduzione degli errori determinati da una minore presenza del fattore umano a valle del processo 'esecutivo' di definizione del *target market* e della strategia distributiva. Processi automatizzati infatti permettono una maggior capacità di processare i dati in un breve periodo di tempo e con meno possibilità di errore. L'algoritmo, inoltre, può valutare/considerare con maggiore precisione i cinque elementi che concorrono alla definizione del *target market*. L'automazione ridurrebbe altresì al minimo le condotte 'discrezionali', favorendo una maggiore trasparenza e tracciabilità di tutto il processo. Ciò andrebbe tanto a vantaggio del cliente-investitore (una maggiore trasparenza nel processo di governo dei prodotti) che dell'intermediario, potendo presentare alle Autorità di vigilanza un modello trasparente e non discriminatorio, nonché riducendo al minimo i possibili contenziosi (come ad esempio per *mis-selling*) con la clientela.

Il *robo advice* potrebbe condurre a vantaggi nei confronti degli investitori/clienti anche con riferimento all'universo investibile: infatti, potrebbero venire presi in considerazione una serie di prodotti che, presi *uti singuli* e senza abbinamento ad alcun servizio a valore aggiunto, sarebbero al di fuori del mercato di riferimento (o, addirittura, nel *target market* positivo) e/o inadeguati⁸¹.

79 ESMA (2018), Orientamenti sugli obblighi di *governance*, p. 33: '*Services for the mass market in particular, may require automation of processes and this automation is usually based on formulas or algorithmic methodologies that process quantitative criteria for products and clients. Such numerical data is usually generated through scoring systems (for example, by using product features like volatility of financial instruments, rating of issuers, etc. or through 'conversion' of factual data into numerical systems). With regard to the target market identification, firms should not solely rely on such quantitative criteria but sufficiently balance them with qualitative considerations*'.

80 Con riferimento ai vantaggi della consulenza automatizzata (in genere, non solo per quanto riguarda la definizione delle politiche di governo dei prodotti) si veda ESAs Joint Committee (2016), p. 8: '*7. In the DP, the ESAs identified benefits of automated advice to consumers and financial institutions in respect of: reduced costs for both consumers and financial institutions; easy access to more products and services to a wider range of consumers and wider client base for financial institutions; and improved quality of the service provided. 8. With regard to reduced costs, the DP argued that automation in financial advice could decrease the costs of providing advice, and that this might make advice more affordable for consumers. In relation to easy access to more products and services, in turn, the DP suggested that a wider range of consumers might be able to access financial advice through automated tools, which in turn would allow consumers to be able to access a wider range of products and services. Conversely, financial institutions would have access to a wider range of consumers, especially on a cross-border basis, given that the tools are accessible online*'.

81 Sul punto si veda anche ESMA (2018), Orientamenti sugli obblighi di *governance*, p. 42. L'Autorità tra l'altro precisa che quando l'impresa presta consulenza in materia di investimento adottando un approccio di portafoglio o una gestione di portafogli, il distributore può usare alcuni prodotti ai fini di diversificazione o di copertura. In tale contesto, i prodotti possono essere venduti al di fuori del mercato di riferimento, se il portafoglio nella sua interezza o la combinazione di strumenti finanziari è adeguata per il cliente.

A 'monte', invece, il fattore umano non potrà essere compresso, essendo la *product governance* un processo affidato all'organo con funzione di supervisione strategica e alla funzione di controllo di conformità.

L'automazione dei processi, in ogni caso, non è scevra di rischi⁸²: le informazioni processate potrebbero essere troppo limitate ovvero l'algoritmo potrebbe presentare errori, *bugs* o malfunzionamenti vari. Lo strumento informatico, inoltre, se non programmato correttamente potrebbe prestarsi a manipolazioni o comunque attacchi informatici (per maggiori dettagli si veda il paragrafo 4.2).

2.4 Le regole di trasparenza

L'applicazione della direttiva MiFID, come già indicato, ha comportato la trasformazione del modello relazionale consulente – cliente anche sotto il profilo degli obblighi degli intermediari, avuto riguardo *in primis* a quelli informativi. Perseguendo le medesime finalità, anche la MiFID II è intervenuta sugli obblighi informativi dei prestatori dei servizi d'investimento nei confronti dei loro clienti.

In particolare sono stati ribaditi e rivisti gli obblighi in relazione alle informazioni pubblicitarie, obblighi di informazione precontrattuale, obblighi inerenti la forma e il contenuto minimo dei contratti, nonché obblighi di rendicontazione⁸³.

Rispetto a essi, il *robo advice*, recte le varie tipologie nelle quali si manifesta (*robo advice* puro/*robo advice* ibrido e *robo4advisor*) impone alcune riflessioni.

La prima riguarda i presidi informativi tesi a impedire eventuali fraintendimenti del cliente sull'attività offerta dal *robo advisor*.

Occorre rendere chiaro al cliente che entra in contatto, tendenzialmente via web, con un sistema automatizzato se l'attività di consulenza da questo pubblicizzata/promossa integri o meno un servizio d'investimento, come tale assoggettato alle regole di condotta e ai relativi presidi MIFID. Si tratta di una criticità che può manifestarsi nel concreto, come emerge anche dall'analisi di usabilità delle piattaforme dei *robo advisors* di cui alla Parte Prima.

La problematica non è posta segnatamente dal fenomeno *robo advice*, pur tuttavia da questo è acuita in considerazione della facile accessibilità e fruibilità degli strumenti informatizzati nonché dalla rapidità del processo.

82 Con riferimento alla descrizione dei possibili rischi dello strumento automatizzato si veda anche ESAs Joint Committee (2016), pp. 9-10.

83 La normativa in materia è attualmente portata dal Regolamento Intermediari agli articoli 36 e ss. Nel testo innovato gli articoli relativi alle informazioni comunicazioni pubblicitarie e promozionali fanno ampio rinvio al Regolamento Delegato (UE) 2017/565, artt. 44 e ss.

La questione inerisce alla fase precontrattuale della relazione con il potenziale cliente, e riguarda non solo la fase pubblicitaria/promozionale dell'attività⁸⁴ ma anche quella contrattuale, atteso che il contratto di consulenza con i clienti al dettaglio deve indicare le caratteristiche e le modalità del servizio prestato (art. 37, co. 3, Regolamento Intermediari).

Questi temi presuppongono una chiara delimitazione dei confini del 'servizio di consulenza in materia di investimenti' quando una o più fasi di essa siano automatizzate.

Se, come evidenziato nelle pagine che precedono, il discrimine è rappresentato dalla personalizzazione della raccomandazione, oltre che dal suo oggetto, qualora il *robo advisor* fosse in grado di elaborare le informazioni ricevute in modo da strutturare una raccomandazione personalizzata, veicolandola come tale al cliente, il *robo advice* configurerebbe una consulenza in materia di investimenti, eventualmente 'di base'. Diversa sarebbe la soluzione ove la raccomandazione veicolata dal *robo advisor* dovesse risultare standardizzata o non propriamente personalizzata, anche se latamente riferibile al profilo dell'investitore⁸⁵.

Con riferimento ai presidi informativi tesi a prevenire fraintendimenti sul servizio offerto dal *robo advisor*, appare rilevante anche la qualifica del prestatore dell'attività di *robo advice*, ovvero se si tratti o meno di un soggetto abilitato alla prestazione di servizi d'investimento - anche diversi dalla consulenza in materia di investimenti - o di consulente finanziario (autonomo). Infatti, nel caso in cui l'attività di consulenza automatizzata sia riconducibile a un soggetto abilitato o a un consulente finanziario, questi è tenuto a osservare le prescrizioni della normativa speciale in materia di trasparenza.

Tali disposizioni prevedono che siano fornite a tutti i clienti informazioni appropriate a comprendere la natura del servizio d'investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati, nonché i rischi a essi connessi affinché i clienti possano prendere decisioni consapevoli di investimento. Siffatte informazioni devono riferirsi all'impresa di investimento e ai relativi servizi, agli strumenti finanziari e alle strategie di investimento (inclusi orientamenti e avvertenze sui rischi associati), alle sedi di negoziazione e ai costi e oneri connessi (art. 36 Regolamento Intermediari⁸⁶).

Sia l'art. 36 del Regolamento Intermediari, che stabilisce le condizioni affinché le informazioni e le comunicazioni di marketing e promozionali fornite ai clienti possano dirsi corrette, chiare e non fuorvianti, sia l'art. 44 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 stabi-

84 Tale tema è stato identificato anche dalla IOSCO nel proprio report sulla consulenza automatizzata (IOSCO, 2016, Final report, p. 23)

85 In proposito i Considerando 14 e 15 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 chiariscono che «I pareri sugli strumenti finanziari destinati al vasto pubblico non dovrebbero essere considerati raccomandazioni personalizzate ai fini della definizione di «consulenza in materia di investimenti» di cui alla direttiva 2014/65/UE» e che «I pareri generici riguardo a un tipo di strumento finanziario non sono considerati consulenza in materia di investimenti ai fini della direttiva 2014/65/UE».

86 Nello stesso senso, sebbene con le specificità derivanti dalle caratteristiche dei consulenti finanziari, l'art. 155 e ss. Regolamento intermediari.

scono i presidi necessari e sufficienti affinché i clienti siano in grado di comprendere il contenuto delle informazioni pubblicitarie e di marketing a loro indirizzate.

Come già evidenziato nella Sezione 1.2 della Parte II, le nuove previsioni inerenti la consulenza indipendente e i relativi presidi informativi (art. 52 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565) rafforzano il quadro normativo per i profili qui di interesse obbligando gli intermediari a chiarire, sin dalla fase promozionale, quale tipologia di consulenza MiFID (indipendente o meno) l'intermediario intenda prestare e le ulteriori informazioni connesse.

La disciplina di trasparenza in materia di comunicazioni promozionali sopra richiamata già impone ai soggetti abilitati alla prestazione dei servizi d'investimento di chiarire il tipo di servizio prestato, in particolare se esso configuri un servizio d'investimento piuttosto che un servizio accessorio, prestandosi altresì a permettere al *robo advisor* di dare evidenza dell'automazione dell'attività. Il tutto compatibilmente con il mezzo di comunicazione utilizzato.

Al fine di aumentare la comprensione dell'automazione del servizio da parte del cliente, nella fase promozionale dell'attività si potrebbe valutare di raccomandare ai soggetti abilitati di specificare in maniera chiara e concisa le singole fasi automatizzate dell'attività nonché di avvertire il cliente delle eventuali possibilità di interazione umana.

Per quanto riguarda altri soggetti che eventualmente ponessero in essere attività di carattere consulenziale e automatizzato, comunque non integrante la fattispecie riservata, l'obbligo di essere chiari su natura, modalità e confini della attività pubblicizzata troverebbe in ultima istanza la propria fonte nella disciplina generale delle pratiche commerciali scorrette *sub specie* di pubblicità ingannevole (artt. 21 e 22 del Codice del Consumo).

Il secondo ordine di riflessioni consiste nella necessità di valutare con quali limiti le regole di trasparenza stabilite per il servizio di consulenza in materia di investimenti siano sufficienti ad assicurare, alla clientela target del *robo advisor*, un'adeguata comprensione dell'attività, dei potenziali rischi, dei diritti e degli obblighi nei confronti dell'*advisor*, in condizioni di assenza o limitate interazioni umane. In questo caso sono interessate tutte le fasi della relazione tra il consulente e il cliente/potenziale cliente e la questione, a ben guardare, costituisce una porzione di quella più generale sussumibile nella domanda se il *financial robo advice* implichi presidi informativi rafforzati di cui alla successiva sotto-sezione.

Gli obblighi informativi degli intermediari abilitati sono distinti in relazione al momento di svolgimento della relazione con il cliente e graduati in relazione alla qualificazione di quest'ultimo. In estrema sintesi, come già ricordato, il pacchetto MiFID II ha potenziato gli obblighi in fase precontrattuale; ha previsto la forma scritta (su supporto cartaceo o altro supporto durevole) dell'accordo di base se viene

effettuata la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari o dei servizi raccomandati; ha disciplinato gli ulteriori obblighi informativi per la consulenza indipendente.

Per effetto del rafforzamento degli obblighi di trasparenza previsto da MiFID II, il *robo advisor* dovrà dare evidenza dell'automazione dell'attività sin dalla fase precontrattuale.

Per dare ulteriore risalto a tale aspetto, l'ESMA prevede che il *robo advisor*, oltre alle altre ordinarie informazioni, dovrà dare al cliente: i) una chiara ed esatta illustrazione dell'entità del coinvolgimento umano e se è data la possibilità di interagire con il personale dell'impresa; ii) una illustrazione circa il fatto che le risposte al questionario hanno un impatto diretto nel determinare l'adeguatezza della decisione d'investimento; iii) una descrizione delle fonti informative utilizzate (ad esempio, se è usato solo un questionario *online* o se il *robo advisor* ha accesso anche ad altre fonti informative del cliente); iv) un'avvertenza su modalità e tempistiche di aggiornamento delle informazioni con riferimento alla sua situazione finanziaria (ESMA, 2018, orientamento 20).

In tale ambito si potrebbe altresì valutare di richiedere all'*advisor* di informare il cliente sui soggetti terzi eventualmente coinvolti nella progettazione/sviluppo/gestione dell'attività automatizzata. Per tale via si potrebbe quindi rendere trasparente il ruolo dei *robo4advisors*.

Più delicato appare il discorso circa la possibile informativa al cliente, almeno sommaria, dell'algoritmo utilizzato, su modello, ad esempio, di quanto previsto in materia di trasparenza delle metodologie di *rating* e in analogia a quanto proposto dalla SEC (2017). Al riguardo va tuttavia segnalato che l'ESMA tende a trattare gli algoritmi più sul piano dei presidi organizzativi dell'intermediario (e di riflesso dei controlli delle Autorità di vigilanza sugli stessi algoritmi) che sul piano della trasparenza nei confronti del cliente. Si richiede infatti la predisposizione di sistemi e processi di controllo degli algoritmi in capo agli intermediari che vanno dal *design*, al monitoraggio nel continuo e alla revisione degli algoritmi che sono alla base del *robo advice* (ESMA, 2018, orientamento 82).

La *governance* (*design*, monitoraggio, verifica, revisione e aggiornamento) dell'algoritmo (cosiddetta *algo-governance*) da parte dell'impresa d'investimento tende a prevalere sulla *disclosure* dei contenuti dello stesso che

peraltro difficilmente potrebbero risultare comprensibili all'investitore medio (sul punto si avrà modo di tornare più avanti).

I conflitti di interessi e gli inducements

La disciplina sui conflitti di interessi rientra tra le misure 'organizzative' adottate per la tutela degli investitori e del buon funzionamento del mercato. A tal fine, l'intermediario deve mettere in atto una serie di misure (organizzative) idonee a identificare, prevenire o, eventualmente, gestire situazioni di conflitto di interessi, nonché a evitare che tali situazioni incidano negativamente sugli interessi della propria clientela. Solo in casi residuali, ove le misure adottate non riescano a evitare il rischio di nuocere agli interessi dei clienti, va data ampia informativa al cliente in merito al conflitto 'non adeguatamente gestito'.

La disciplina di derivazione MiFID II, per vero non particolarmente innovativa rispetto alla precedente, richiede che i soggetti obbligati elaborino e applichino un'efficace politica di gestione dei conflitti di interessi, predispongano e alimentino un registro nel quale riportare servizi e attività per i quali sia sorto o possa sorgere un conflitto di interessi che rischia di ledere gli interessi di uno o più clienti.

Per i *robo advisors*, nella misura in cui prestano il servizio di consulenza in materia di investimenti, non è prevista una peculiare disciplina sui conflitti di interessi, essendo loro applicabili le stesse regole di derivazione MiFID previste per gli altri intermediari finanziari che prestano servizi di investimento.

L'automazione dei processi potrebbe rendere più agevole ed efficace la gestione dei conflitti di interessi. La tecnologia potrebbe aiutare a prevenire possibili situazioni di conflitto di interessi, attraverso blocchi informatici e di operatività con riferimento al personale 'rilevante', nonché di predisposizione di profili di utenza differenziati per ogni singolo operatore e che potrebbero essere oggetto di monitoraggio, anche automatizzato. Un sistema del genere potrebbe contribuire a rafforzare quelle *chinese wall* richieste dalla disciplina di vigilanza.

L'automazione potrebbe coinvolgere altresì *alert* automatici di possibili situazioni di conflitto, l'elaborazione dell'informativa nell'ambito della *disclosure* dei conflitti, nonché l'alimentazione automatica del registro dei conflitti.

Strettamente legata alla disciplina sui conflitti di interessi è quella sugli *inducements*, la disciplina oggetto di rivisitazione da parte di MiFID II (art. 24 MiFID II e disposizioni attuative; Perrone 2016).

La disciplina sugli incentivi non prevede elementi di specialità con riferimento ai *robo advisors*.

Eventuali elementi di automazione nella gestione degli incentivi potranno essere costituiti come elementi di ausilio in fase di restituzione (in caso di consulenza su base indipendente) e/o scorporo dalla commissione applicata dall'intermediario, nonché di *reporting* alla clientela.

2.5 Profili di responsabilità

Sotto il profilo dei rimedi a tutela dell'investitore, l'automazione del servizio di consulenza in materia di investimenti di per sé non determina significativi scostamenti dal fenomeno più generale della consulenza cui è ascrivibile. Ciò dipende dalla neutralità tecnologica dell'impianto normativo di riferimento (sia interno sia sovranazionale),⁸⁷ che disciplina la prestazione in esame a prescindere dal canale impiegato per realizzarla, determinando una tendenziale indifferenza della modalità, tradizionale o FinTech, rispetto all'identificazione dei rimedi applicabili in caso di violazione.

Una seconda premessa generale attiene al carattere nazionale della disciplina rilevante, poiché la normativa europea non contiene regole sui rimedi di tipo civilistico esperibili dagli investitori, che sono viceversa stabiliti dal diritto dei Paesi membri⁸⁸.

Quanto alla tipologia di rimedi previsti dal diritto interno, si tratta, con poche eccezioni,⁸⁹ del rimedio risarcitorio e, pertanto, l'analisi è rivolta essenzialmente a indagare i profili della responsabilità precontrattuale e contrattuale.

La sanzione della nullità prevista per il difetto di forma del contratto-quadro (art. 23, 1° comma, Tuf), infatti, non interessa il tipo della consulenza in materia di investimenti per il quale non è previsto un onere di forma scritta, ove non sia prevista nell'accordo consulente-investitore la valutazione periodica di adeguatezza.

La 'raccomandazione personalizzata' è un comportamento da solo idoneo a rappresentare l'elemento costitutivo del servizio di consulenza, cui si associa l'obbligo legale del controllo di adeguatezza sull'operazione raccomandata⁹⁰. L'aver concepito la consulenza come contratto a forma libera risponde all'esigenza di tutela effettiva del risparmiatore, poiché il servizio di consulenza sarà integrato anche quando «suggerimenti e consigli vengono offerti [...] in occasione dell'erogazione di un altro servizio» secondo lo schema della consulen-

87 Sulla necessità di improntare la regolazione in materia al principio di technology neutrality anche European Parliament (2017), punto 6.

88 ECJ, Case C-604/11 Genil 48 and Comercial Hosteleria de Grandes Vinos, 30 maggio 2013, par. 57-58.

89 Segnatamente, quelle previste dall'art. 100 bis, 3° comma, del Tuf, e dall'art. 67-septdecies, 4° e 5° comma, c. cons.

90 Giudici (2014), p. 1093.

za cosiddetta strumentale o incidentale⁹¹; sotto il profilo probatorio dell'esistenza del contratto, il risparmiatore potrà dimostrare di avere ricevuto consulenza ricorrendo a ogni mezzo di prova, attivando gli obblighi dell'intermediario di valutazione dell'adeguatezza e i conseguenti rimedi in caso di violazione. D'altra parte, dall'eventualità di una formalizzazione scritta del contratto di consulenza potrebbe dedursi la volontà di mantenere autonomo il relativo rapporto contrattuale, cosicché, ugualmente, la valutazione di adeguatezza sarebbe dotata di autonomia e non assorbita nel giudizio di appropriatezza riguardante gli altri servizi di investimento prestati dall'intermediario al cliente⁹².

Occorre segnalare che la normativa settoriale ha introdotto una regola speciale in tema di onere della prova dell'inadempimento (art. 23, 6° comma, Tuf), che fa gravare sui soggetti abilitati l'onere di dimostrare di avere agito con diligenza, con ciò favorendo l'investitore. Per quanto concerne la prova del nesso di causalità tra inadempimento e danno opera invece la regolare distribuzione dell'onere probatorio, secondo quanto ritenuto dalla giurisprudenza di legittimità, che può essere assolto dall'investitore attraverso indici presuntivi, di fatto spesso dedotti dal suo comportamento passato⁹³.

Interessanti, infine, nella specifica prospettiva del *robo advice*, sono i profili del possibile concorso di colpa del danneggiato e della responsabilità per fatto altrui, quest'ultima oggetto di regole *ad hoc*⁹⁴.

Se, dunque, la disciplina è la medesima quale che sia il mezzo tecnico impiegato, in tutto o in parte, per eseguire la prestazione che grava sull'intermediario, le specificità a cui si deve prestare attenzione nell'affrontare il caso della consulenza automatizzata sono essenzialmente due: da un lato, quella dei rischi, diversi o aggiuntivi, che l'automazione del servizio presenta nell'ottica della massima tutela dell'investitore; dall'altro, la possibile incidenza sull'accertamento e la distribuzione delle responsabilità derivante dalla moltiplicazione degli attori che intervengono sul processo complessivo, che va dalla raccolta di informazioni, al consiglio, alla decisione di investimento.

Specificità e rischi del servizio di robo advice nella prospettiva della responsabilità

L'automazione del servizio di consulenza finanziaria amplifica il rischio di errori, equivoci, fraintendimenti cui è sottoposto il potenziale investitore: come già ricordato, ai rischi comuni a ogni tipo di decisione di investimento, se ne sommano

91 Maggiolo (2012), p. 272.

92 Maggiolo (2012), pp. 285 e ss. sull'evoluzione della consulenza come contratto amorfo e sulla ratio di tale disciplina e Parrella (2011), 1051 ss.

93 Si veda *amplius* sul punto, il successivo sotto-paragrafo *I rimedi a disposizione dell'investitore*. Per una panoramica complessiva, si veda Giudici (2014), p. 1126 e ss.

94 Si veda di seguito, per i riferimenti all'art. 1227 c.c. e alla sua specificazione nella disciplina di settore, costituita dall'art. 21 del Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, adottato congiuntamente da Banca d'Italia e CONSOB, 29 ottobre 2007, e aggiornato con atto del 29 aprile 2017.

altri che dipendono dalla dimensione tecnologica implicata nel *robo advice* oppure si dilatano, per la stessa ragione, quelli già esistenti, come avviene, ad esempio, con riferimento all'aspetto della riservatezza dei dati personali (in merito si rimanda al successivo Capitolo 4).

L'automazione della consulenza potrebbe implicare l'uso di tecnologie sofisticate da parte degli intermediari per realizzare attività di *data mining*, *data analytics* e programmazione in funzione del servizio finale offerto, tramite lo sviluppo *in house* di software, l'introduzione nell'organizzazione di competenze informatiche, l'uso di piattaforme dedicate, ovvero l'acquisto di *software* già sviluppati.

In questo contesto, il cliente del *robo advisor* potrebbe avere difficoltà a individuare il soggetto responsabile, i criteri di allocazione e di distribuzione delle responsabilità tra prestatore del servizio e fornitore dello strumento automatizzato – qualora si tratti di soggetti diversi – in base alla natura del problema che si presenta (dal malfunzionamento dello strumento informatico all'inadeguatezza del consiglio fornito) e l'eventuale presenza di accordi preventivi per regolare la responsabilità⁹⁵.

Espressi in sintesi le specificità e i rischi che l'attività di *robo advice* presenta in aggiunta o in forma amplificata rispetto alla consulenza tradizionale, si tratta ora di capire se e in che modo essi interagiscono con la dimensione delle responsabilità. Nel farlo, si dovrà tenere conto sia della presenza di diversi modelli di consulenza informatizzata in funzione del livello di automazione (*robo advice* puro, *robo4advisor*, *robo advice* ibrido) sia della tipologia di violazione o di patologia del rapporto contrattuale intervenute.

I rimedi a disposizione dell'investitore

Nel *robo advice* puro (e per certi aspetti anche nel *robo advice* ibrido), il servizio di consulenza in materia di investimenti si radica in un contratto del commercio elettronico⁹⁶ e, qualora questo sia stato stipulato da un consumatore, risulterà applicabile anche la disciplina sulla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari (artt. 67-*bis* e ss. cod. cons.). Tuttavia, né la normativa in materia di intermediazione finanziaria né la disciplina consumeristica sui contratti a distanza, con le limitate eccezioni già segnalate, si occupano dei rimedi a disposizione dell'investitore cosicché occorre riferirsi alla disciplina generale dettata dal codice civile per quanto non oggetto di espresso e specifico intervento normativo.

Quanto alla normativa consumeristica, invero, essa contiene un'ipotesi speciale di nullità, disciplinata all'art. 67-*septiesdecies*, c. cons., ove si prevede che «*il contratto è nullo, nel caso in cui il fornitore ostacola l'esercizio del diritto di recesso da parte del contraente ovvero non rimborsa le somme da questi eventualmente pagate, ovvero viola gli obblighi di informativa precontrattuale in modo da alterare in modo*

95 ESAs Joint Committee (2015), p. 25.

96 Bravo (2012). Si tratterebbe in particolare di commercio elettronico cosiddetto diretto, poiché tutte le fasi del rapporto contrattuale (offerta, conclusione del contratto ed esecuzione delle prestazioni) avvengono *online* (ivi, p. 160).

significativo la rappresentazione delle sue caratteristiche» (comma 4). Si tratta di una nullità relativa, potendo essere fatta valere solo dal consumatore; essa obbliga le parti alla restituzione di quanto ricevuto e fa salvo il diritto del consumatore ad agire per il risarcimento dei danni (comma 5).

Il legislatore ha qui inteso prevedere un effetto giuridico diverso da quello che la disciplina generale consentirebbe di far discendere dalla generica violazione di obblighi informativi dell'intermediario, vale a dire il rimedio risarcitorio. Ciò è dovuto all'esigenza di tutela della 'parte debole' del rapporto, che mentre nel diritto comune trova il proprio limite nel sacrificio dell'interesse proprio (ad opera dell'altra parte del rapporto), nel diritto dei mercati finanziari arriva a comprendere addirittura un'incisiva cura degli interessi del cliente⁹⁷, quale specificazione del dovere di assistenza posto in capo all'intermediario/consulente (art. 21, comma 1, lett. a), Tuf)⁹⁸. Si tratta di una fattispecie potenzialmente di grande rilievo nel fenomeno della consulenza automatizzata, dove il relativo contratto si perfeziona a distanza. In particolare, nel fenomeno della consulenza automatizzata aumenta il rischio della terza ipotesi di nullità contemplata dall'art. 67-*septiesdecies* c. cons., ovvero sia che gli obblighi d'informativa precontrattuale non siano soddisfatti da parte dell'intermediario, al punto da provocare un'alterazione della rappresentazione delle caratteristiche degli strumenti finanziari consigliati. L'assenza di interazione umana può giocare un ruolo determinante in tal senso, soprattutto ove i prospetti informativi sottoposti all'investitore non siano predisposti con una specificazione – chiara e concisa al tempo stesso – delle caratteristiche delle varie fasi automatizzate dell'attività, nonché della finalità e delle modalità di funzionamento in generale del servizio.

Nel *robo advice*, l'assenza di un contratto scritto non comporta necessariamente conseguenze d'invalidità negoziale (essendo la consulenza, anche nella forma automatizzata, un servizio finanziario per il quale non è prescritta la forma scritta di cui all'art. 23 Tuf, a meno che non si rientri nella previsione contrattuale di una valutazione periodica di adeguatezza). Potrebbe, tuttavia, ben verificarsi la situazione di un contratto nullo in ragione della violazione degli

97 Conseguentemente, non v'è una valutazione giudiziale di interessi contrapposti rimessa all'apprezzamento giudiziale, ma emerge una previa scelta del legislatore (o di altre autorità normative) che "può condurre a richiedere condotte che non potrebbero mai essere imposte alla stregua del canone di buona fede. Queste condotte, richieste invece ai prestatori di servizi finanziari in ragione della complessità dei beni negoziati sui mercati finanziari e delle forti distorsioni cognitive che connotano la contrattazione, sono espressive di una strategia normativa tesa ad attivare un circuito cooperativo tra intermediari e clienti allo scopo di ridurre il rischio di fallimenti del mercato" (Natoli, 2012, pp. 84 e ss.; Natoli, 2012, Regole di validità e regole, p. 177).

98 Ritiene in proposito Maggiolo (2014), p. 558, che tale ampiezza della tutela si giustifichi solo indirettamente in funzione di protezione dell'investitore, laddove la specificazione dei doveri di diligenza e correttezza operata dalla disciplina di settore sottenderebbe il fine primario della "certezza del diritto dei mercati finanziari, elemento imprescindibile al buon funzionamento degli stessi". Sulla doppia finalità degli obblighi informativi, di tutela dei clienti e del buon funzionamento dei mercati si veda anche Scalisi (1994), p. 168; Cian (2011), pp. 215-216. Diversa la posizione di Barcellona (2009), pp. 56 e ss., che considera centrale l'esigenza di tutela dell'investitore, sulla quale si focalizza la normativa e che funge da parametro per il giudizio di diligenza circa "la misura dello sforzo debitorio dovuto" dall'intermediario. Così anche Natoli (2012), p. 77, secondo cui la protezione degli investitori sarebbe un obiettivo primario nell'attuale sistema MIFID, piuttosto che l'effetto indiretto della protezione dell'integrità del mercato (in discontinuità rispetto alla precedente impostazione della direttiva 93/22/CEE).

obblighi d'informativa precontrattuale per effetto della modalità di conclusione 'a distanza' del contratto.

Per chiarire quanto appena osservato, occorre evidenziare come la giurisprudenza di legittimità abbia da tempo precisato che la violazione degli obblighi informativi attiva regole di responsabilità – con conseguente obbligo di risarcimento in capo all'intermediario – e non d'invalidità contrattuale. Argomentando, tra l'altro, proprio dalla specialità della regola di nullità di cui all'art. 67-*septiesdecies*, comma 4, c. cons., per i servizi finanziari commercializzati a distanza, due sentenze 'gemelle' della Cassazione a sezioni unite⁹⁹ hanno sottolineato come non esista nel diritto vigente una sanzione generale in termini d'invalidità negoziale per violazione di obblighi d'informativa precontrattuale.

Esclusa la riconducibilità di queste ipotesi alla nullità per violazione di norme imperative di cui all'art. 1418, comma 1, c.c., le conseguenze della violazione degli obblighi informativi si limitano a una responsabilità dell'intermediario (precontrattuale o contrattuale, a seconda che la violazione sia stata posta in essere nella fase di formazione ovvero di esecuzione del contratto)¹⁰⁰ con obbligo risarcitorio ed eventuale risoluzione del contratto¹⁰¹.

La giurisprudenza citata ha offerto un autorevole chiarimento sulla differenza tra regole contrattuali di validità e di responsabilità, collocando nell'alveo di queste ultime la violazione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario finanziario¹⁰². Diversamente,

99 Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725, in *Corr. giur.*, 2008, pp. 223 e ss.; in *Danno e resp.*, 2008, pp. 525 e ss., con note di V. Roppo e F. Bonaccorsi.

100 Per approfondimenti sulla natura della responsabilità, si veda Maggiolo (2014), p. 497.

101 Considerando la natura delle informazioni come dichiarazioni di scienza, dovrebbe invero essere ammessa anche la rettifica tempestiva – se e nella misura in cui consenta di evitare ogni tipo di conseguenza caducatoria e/o risarcitoria nel rapporto cliente-intermediario – intesa quale possibilità del soggetto obbligato di eliminare gli effetti di un'informazione inesatta, errata, incompleta o falsa. Sul punto si veda anche Scalisi (1994), p. 190, secondo cui "l'acquisizione di una più approfondita, migliore o diversa conoscenza di determinati fatti o circostanze deve pur sempre poter consentire modificazioni, integrazioni", così da dar luogo a "una nuova e diversa condotta informativa e partecipativa". La sua efficacia è condizionata alla tempestività: dovrà avvenire "prima che si siano prodotti o definitivamente consolidati gli effetti negativi" che il nuovo atto di rettifica è finalizzato a neutralizzare. Non è da escludere il verificarsi di una situazione simile nella consulenza automatizzata: i dati forniti dagli investitori, processati dal robot con un certo output, potrebbero essere successivamente implementati, ovvero diversamente "combinati" tra loro in seguito ad una revisione dell'algoritmo, così da palesare la preferibilità di una diversa indicazione. All'*advisor* dovrebbe essere riconosciuta la possibilità di comunicare tempestivamente al cliente la situazione medio tempore mutata; o ancora, i soggetti incaricati di elaborare il software per il calcolo potrebbero accorgersi di un errore nella programmazione, correggendolo e invitando poi gli investitori a tenere conto dell'eventuale esito diverso in fase di elaborazione del consiglio d'investimento personalizzato.

102 Una diversa impostazione teorica diversa è offerta da Barcellona (2009), secondo il quale il vero *discrimen* tra inadempimento (cui consegue responsabilità ed, eventualmente, risarcimento del danno e risoluzione del contratto) e invalidità non risiede nella "qualità" delle norme imperative, alcune recanti regole di validità e altre regole di comportamento, ma nei "modi diversi di violare le norme imperative. Precisamente, una medesima norma imperativa può essere violata tanto da una regola negoziale che da un comportamento materiale difforme": nel primo caso si verificherà la nullità della clausola difforme; nel secondo caso "seguiranno i rimedi propri dell'inadempimento di un obbligo contrattuale." Esemplicando, si pensi agli obblighi informativi previsti dall'art. 21 Tuf: la stessa disposizione darebbe luogo a nullità se la violazione si concretizzasse nella previsione di clausole negoziali che eventualmente esonerassero l'intermediario dalla *disclosure* con riguardo al conflitto d'interessi, o alla rischiosità di un prodotto; si configurerebbe invece un inadempimento ove tale obbligo, efficace tra le parti e non derogato pattizamente, emergesse come non adempiuto dal comportamento del professionista. In definitiva, non si avrebbe nullità non già per-

la nullità del contratto per contrarietà a norme imperative presuppone violazioni riguardanti requisiti ed elementi intrinseci della fattispecie negoziale e non può dipendere dall'illegittimità della condotta dell'intermediario nel corso delle trattative per la formazione del contratto. Ciò a meno che l'invalidità non sia prevista espressamente da una disposizione di legge all'uopo destinata: circostanza – questa – che ricorre proprio nell'ipotesi di cui all'art. 67-septiesdecies, comma 4, c. cons..

Al di fuori di essa, pertanto, la violazione di norme di comportamento da parte dell'intermediario non può condurre alla nullità del contratto, a meno che non si ricada in una mancanza 'radicale' dei requisiti strutturali del negozio di consulenza, tra i quali non può rientrare, come detto, la forma scritta¹⁰³.

Se il contratto non fosse concluso a distanza, il rimedio per la violazione o l'inadempimento degli obblighi informativi sarebbe, in genere, la responsabilità, che può comunque venire in rilievo nella consulenza automatizzata anche in presenza di altri e diversi presupposti.

L'automazione nell'intermediazione finanziaria non comporta novità significative con riferimento all'individuazione delle situazioni giuridiche soggettive meritevoli di tutela; essa incide piuttosto sull'atto o sul fatto originatore della lesione.

Essa potrà derivare da un malfunzionamento del *software*, ovvero da una sua erronea utilizzazione da parte del professionista, dai quali sia scaturita, ad esempio, la proposta di servizi inadeguati al profilo del cliente – per profili di rischio avulsi da quelli effettivamente ricercati, per tempi di investimento o per altri fattori – ovvero un monitoraggio fallace dell'investimento¹⁰⁴.

L'*an* e il *quantum* del danno patrimoniale subito dall'investitore andrà individua-

ché (e allorquando) taluni obblighi non attengano ad "elementi intrinseci della fattispecie negoziale, relativi alla struttura o al contenuto del contratto" (così Cass, sez. un., n. 26724/2007), "ma semplicemente perché la loro violazione integra addirittura l'inattuazione di uno scambio conformato dalla legge".

103 Viceversa, la giurisprudenza sulla nullità del contratto quadro per vizio di forma è copiosa: Cass., 3 aprile 2017, n. 8624, in *Contratti*, 2017, 509 ss., con nota di R. Lombardi, L'essenzialità della forma scritta nel contratto di investimento; Cass., 27 aprile 2016, n. 8395; Cass., 11 aprile 2016, n. 7068; Cass., 24 marzo 2016, n. 5919, in *Corr. giur.*, 2016, 1110 ss., con nota di A. Tucci, Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento. Da ultimo, la questione del "contratto monofirma" (sollevata da Cass. (ord.), 27 aprile 2017, n. 10447, in *Contratti*, 2017, 393 ss., con nota critica di D. Maffei, La forma responsabile verso le Sezioni Unite: nullità come sanzione civile per i contratti bancari e di investimento che non risultano sottoscritti dalla banca; E. Panzarini, Un'ordinanza passata (sulla forma dei contratti del comparto finanziario), in *Riv. dir. bancario*, 2017, 1 ss.) è stata decisa da Cass., sez. un., 16 gennaio 2018, n. 898 nel senso della sufficienza, ai fini dell'integrazione del requisito di forma, della sola firma dell'investitore. In senso critico rispetto a tale ultima soluzione anche Amagliani (2017).

104 Nel caso in cui il servizio prestato non sia esclusivamente di consulenza, ma anche di gestione del portafoglio di investimenti, con conseguente obbligo di monitoraggio successivo. Si veda il successivo paragrafo 2.5.

to secondo i canoni tradizionali: il cliente danneggiato potrà invocare il risarcimento lamentando una violazione che lo ha indotto a concludere un'operazione che non avrebbe concluso se adeguatamente informato o avvisato¹⁰⁵.

Si tratta di una responsabilità che si radica nella fase precontrattuale e ne segue pertanto i criteri di misurazione; il parametro di riferimento per il risarcimento del danno consisterà nell'investimento alternativo non effettuato, secondo la misura dell'interesse negativo,¹⁰⁶ piuttosto che il lucro cessante per l'investimento concluso ma non andato secondo le aspettative¹⁰⁷.

I modelli di *robo advice* finanziario devono poi essere saggiati in rapporto alle regole sulla ripartizione dell'onere della prova, che in tema di intermediazione finanziaria trovano il primario riferimento normativo nell'art. 23, comma 6, Tuf, ai sensi del quale «nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta». Può affermarsi, in generale, che l'investitore ha diritto al risarcimento dei danni ove sia dimostrata la responsabilità dell'intermediario, consistente nel mancato diligente adempimento alle obbligazioni scaturenti dal contratto di negoziazione, dal Tuf e dalla normativa secondaria. In questi casi, come statuito recentemente da autorevole giurisprudenza di legittimità, la ricostruzione interpretativa della disposizione richiamata¹⁰⁸ può esplicitarsi in questi termini: «il riparto dell'onere della prova si atteggia nel senso che, dapprima, l'investitore ha l'onere di allegare l'inadempimento delle citate obbligazioni da parte dell'intermediario, nonché fornire la prova del danno e del nesso di causalità fra questo e l'inadempimento, anche sulla base di presunzioni; l'intermediario, a sua volta, avrà l'onere di provare l'avvenuto adempimento delle specifiche obbligazioni poste a suo carico, allegate come inadempite dalla controparte e, sotto il profilo soggettivo, di avere agito con la specifica diligenza richiesta»¹⁰⁹.

105 Invero, è risarcibile anche il danno derivante da una raccomandazione inadeguata, quand'anche questa sia stata poi disattesa nell'operazione di investimento da parte del cliente: in questo caso, il risarcimento potrà essere calcolato non già sulla base del risultato negativo dell'investimento, bensì quantificando il costo del servizio, oltre alla possibilità di provare eventuali ulteriori danni patiti. Ancora, un'ulteriore ipotesi di danno risarcibile potrebbe verificarsi qualora una raccomandazione sia stata seguita non investendo in un titolo che si sarebbe rivelato invece adeguato (e lucrativo). Per la rappresentazione in questi termini dello scenario delle diverse situazioni astrattamente ipotizzabili, vedi Maggiolo (2014), pp. 491 e ss.

106 Si veda la recente App. Bari, 29 agosto 2017, n. 1179, in IlCaso.it, 14 novembre 2017, che, ritenendo fondata la domanda di risoluzione del contratto per inadempimento della banca intermediaria (si trattava di una fattispecie riguardante la collocazione dei "bond Cirio") ha condannato quest'ultima al risarcimento dei danni in misura corrispondente al capitale investito, oltre al maggior danno "liquidato in misura pari all'eccedenza rispetto al tasso legale degli interessi, del tasso di rendimento medio netto dei titoli di Stato non superiori all'anno."

107 Laddove si ritenga che l'adeguatezza, nel caso della consulenza (o della gestione di portafogli), sia commisurata all'intero portafoglio del cliente e non alla singola operazione, ne consegue che non sia risarcibile la perdita di una piccola porzione del portafoglio investita in titoli poi andati in default (Giudici, 2014, p. 1133).

108 Per le diverse ricostruzioni della dottrina si veda Maggiolo (2012), pp. 540 e ss.

109 Cass., 19 gennaio 2016, n. 810, in Banca Dati De Jure.

La circostanza per cui l'inadempimento dell'intermediario non deve essere provato dall'investitore, ma solo allegato, dovrebbe consentire di evitare al danneggiato quella che, soprattutto ove si tratti di individuare eventuali malfunzionamenti dei *software* dei *robo advisors*, si rivelerebbe una *probatio diabolica*.

Meno complicato per l'investitore dovrebbe essere dimostrare, oltre all'esistenza del proprio credito¹¹⁰, il collegamento eziologico tra il danno subito e la consulenza fornita, essendo a ciò egli obbligato in base al regime ordinario di distribuzione dell'onere probatorio.

Infine, occorre segnalare come la consulenza automatizzata nei confronti di un consumatore comporti altri vantaggi sul piano probatorio per l'investitore: in tal caso verrà infatti in rilievo anche l'art. 67-*vicies semel* c. cons., che fa gravare sul fornitore (prestatore del servizio di consulenza) l'onere di provare l'adempimento degli obblighi informativi, l'avvenuta prestazione del consenso del consumatore alla conclusione del contratto e l'esecuzione del contratto. Inoltre, la disposizione richiamata, al comma 2, inserisce una presunzione di vessatorietà per tutte le clausole che invertano o modifichino tale ripartizione dell'onere probatorio.

Il risarcimento del danno è spesso¹¹¹ agganciato alla risoluzione del contratto¹¹². Quest'ultima, che può operare solo nei contratti a prestazioni corrispettive¹¹³, verrà in rilievo nelle ipotesi in cui il consulente abbia omesso di prestare le dovute informazioni e (alternativamente o congiuntamente) di segnalare l'eventuale non adeguatezza di un'operazione, indicando "le ragioni per cui non [era] opportuno procedere alla sua esecuzione"¹¹⁴: la violazione che si concretizza sarà dunque riconducibile al mancato ossequio dell'art. 21 del Tuf.

Più facilmente la risoluzione potrà riguardare i servizi di consulenza continuativa o la gestione di portafogli; per converso, minore è lo spazio applicativo in caso di consulenza

110 Da intendersi quale pretesa alla prestazione professionale che l'intermediario avrebbe dovuto svolgere in suo favore, ma non quale specifica dimostrazione della modalità diligente di attuazione di detta pretesa. In ciò si può spiegare la tesi secondo cui l'art. 23, comma 6, Tuf, in definitiva, «chiedendo al convenuto la prova di avere agito con la specifica diligenza richiesta, opera non tanto sul piano dell'onere di provare l'adempimento o l'inadempimento, ma sul piano della prova del credito e del suo oggetto»: Maggiolo (2012), p. 545.

111 Maggiolo (2012), p. 508, invero, esprime la considerazione secondo cui tanto la risoluzione quanto l'invalidità (nella forma sia di annullamento sia di nullità) del contratto stipulato tra prestatore di servizi di investimento e cliente implicano "un fatto illecito del prestatore di servizi di investimento e pertanto, al di là della tutela restitutoria, almeno in astratto l'investitore pregiudicato dispone anche di una tutela risarcitoria". Il risarcimento del danno diviene così "una tutela esclusiva o concorrente ... sempre a disposizione del cliente danneggiato da comportamenti patologici dell'intermediario."

112 Cass., 17 febbraio 2009, n. 3773, in Banca, borsa, tit. cred., 2012, 1, II, 38.

113 La previsione normativa dell'applicabilità dell'istituto della risoluzione per inadempimento ai soli contratti a prestazioni corrispettive (ex art. 1453 c.c.) dovrebbe far escludere l'esperibilità del rimedio in esame alle ipotesi in cui il servizio di consulenza automatizzata sia reso in forma gratuita; situazione – questa – che si verifica spesso quando l'intermediario svolge servizi di mediazione per lo più creditizia e, quale servizio accessorio, offre un sistema di comparazione automatica di servizi finanziari prestati da altri soggetti, per consentire all'investitore di optare in maniera più consapevole per uno di essi (indirizzando così il mediatore verso la contrattazione in suo favore).

114 Così l'art. 29 Reg. CONSOB n. 11522/1998. Sulla base di questa ricostruzione, la recente App. Bari, 29 agosto 2017, n. 1179, cit., ha ritenuto la dichiarazione del cliente di avere ricevuto esaustiva informazione sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni dell'operazione, contenuta nei modelli di conferimento dell'ordine di negoziazione redatti su modulo prestampato predisposto dalla banca intermediaria, del tutto "inidonea ad assolvere agli obblighi informativi prescritti, integrando un'affermazione del tutto riassuntiva e generica circa l'avvenuta completezza dell'informazione sottoscritta dal cliente".

'*una tantum*', che in seguito si riveli dannosa per il cliente che non avrebbe dovuto essere indirizzato verso uno strumento finanziario¹¹⁵.

Infine, è stato talvolta ritenuto applicabile il rimedio dell'annullamento del contratto¹¹⁶. Un vizio invalidante nel processo di formazione del consenso potrebbe venire in rilievo anche nei servizi finanziari prestati mediante *robo advice*. Se è verosimilmente da escludere l'ipotesi della violenza morale, diversamente, dietro un consulente dematerializzato potrebbero annidarsi situazioni di errore spontaneo o, in casi limite, provocato da dolo. In particolare, l'ipotesi dell'errore potrebbe verificarsi con una certa probabilità poiché, come si è ricordato più volte, i rischi di incomprendimento delle caratteristiche del servizio offerto sono amplificati dal ricorso alla consulenza automatizzata.

Invero, occorre segnalare che il margine di operatività dell'istituto dell'annullabilità per errore nei rapporti instauratisi grazie all'automazione dei servizi di consulenza è più ridotto rispetto alla portata astratta del rimedio. Allorquando l'errore sia dipeso dalla violazione degli obblighi di informativa precontrattuale da parte dell'*advisor* e la controparte rivesta la qualità di consumatore, infatti, saremmo di fronte all'ipotesi più radicale di nullità del negozio concluso, se dalla suddetta violazione sia dipesa una significativa alterazione della rappresentazione delle caratteristiche del prodotto offerto (art. 67-*septiesdecies*, comma 4, c. cons).

Un comportamento colposo dell'investitore potrebbe escludere il diritto al risarcimento o ridurne l'entità, secondo quanto previsto dall'art. 1227 c.c..

115 Una questione alquanto complessa, che emerge con riferimento alla risoluzione del contratto cliente-intermediario, riguarda l'eventuale restituzione degli strumenti finanziari negoziati, che invero non è conseguenza inevitabile del rimedio risolutorio. L'eventuale necessità di restituzione dei titoli dipende strettamente dal tipo di rapporto finanziario. Nei contratti di consulenza pura, ad esempio, i soggetti di cui agli artt. 18-bis e 18-ter Tuf non agiscono in nome e per conto del cliente, che negozierà direttamente (senza intermediazione) i titoli scelti. Qualora la consulenza si sia rivelata inadeguata, pertanto, il consulente sarà tenuto alla restituzione del compenso ricevuto e al risarcimento del danno, ma non a vedersi restituiti gli strumenti finanziari suggeriti, mai entrati a far parte della sua sfera giuridica, non avendo egli ricevuto un mandato all'acquisto. Alla stessa conclusione si perviene nell'ipotesi di acquisto dell'intermediario in nome e per conto del cliente, con imputazione ex art. 1388. Differenti ricostruzioni si rinvergono, invece, quando l'operazione di negoziazione sia stata conclusa dall'intermediario in nome proprio, con imputazione (successiva) al cliente. In questo ultimo caso vi è chi, aderendo alla tesi fondata sul trasferimento diretto (dal mandatario al mandante) e non automatico (dal terzo al mandante), ritiene che si verifichi il passaggio del titolo nella sfera dell'intermediario, con conseguente operatività dell'obbligo restitutorio dello stesso (si veda tra gli altri, Barcellona (2009), p. 53). La tesi contraria, in base alla quale il mandatario, oltre a risarcire il danno cagionato all'investitore, non si vedrà restituiti i titoli negoziati per conto altrui, anche se in nome proprio, fa leva invece sulla rigida separazione patrimoniale cliente-investitore, quale principio necessariamente operante in materia (in conseguenza di ciò, gli strumenti finanziari non transiterebbero, neanche per un istante ideale, nella sfera dell'intermediario; Giudici (2014), pp. 1127 e ss.). Residuirebbe come sottoposta alla restituzione degli strumenti finanziari solo l'ipotesi di provenienza degli stessi dal portafoglio dell'investitore (cosiddetta negoziazione per conto proprio).

116 In tema di servizi finanziari, si è pronunciata in termini di integrazione dell'ipotesi di annullabilità e non già di nullità Cass., 13 dicembre 2007, n. 26172, in Rep. Foro it., voce Intermediazione finanziaria, 196: la fattispecie riguardava un atto di approvazione del saldaconto, che il risparmiatore aveva inviato all'impresa di intermediazione finanziaria, scaturito tuttavia da un consenso viziato dalla fraudolenta rappresentazione della realtà da parte dell'intermediario. Per riferimenti in dottrina sul tema, si veda Spadaro (2007) e Ticozzi (2007) e Scalisi (1994).

Questa norma è pacificamente ritenuta applicabile nelle ipotesi di azioni di risarcimento del danno proposte nei confronti dei prestatori di servizi¹¹⁷, ancorché la giurisprudenza intenda in modo molto rigoroso i presupposti per ammettere un concorso di colpa dell'investitore, dal momento che «*lo speciale rapporto di intermediazione implica necessariamente un grado di affidamento nella professionalità dell'intermediario e, dunque, nell'adeguatezza delle informazioni da lui fornite, che sarebbe contraddittorio bilanciare con l'onere dello stesso cliente di assumere direttamente informazioni da altra fonte*»¹¹⁸.

Non essendo rimproverabile l'investitore per non essersi autonomamente informato sulla rischiosità delle operazioni¹¹⁹, di fatto le scarse applicazioni della fattispecie¹²⁰ sono limitate alle ipotesi eclatanti di esposizione al rischio sconsiderata ma consapevole.

La concausa del danno idonea a ridurre l'entità del risarcimento per il cliente potrebbe configurarsi, avuto riguardo allo specifico caso di consulenza mediante *robo advice*, in caso di false o incomplete informazioni fornite all'intermediario in fase di profilazione in ordine alle proprie esigenze d'investimento, ai rischi accettabili, alla propria situazione patrimoniale¹²¹. È al riguardo indifferente se i dati siano raccolti attraverso un software per la successiva elaborazione, piuttosto che rappresentati *de visu*, o comunque tra persone fisiche (anche a distanza).

Il 'diritto precontrattuale' alla prova del robo advice

Nel diritto privato dei mercati finanziari la correttezza precontrattuale non solo gioca un ruolo 'in presa diretta', cioè in applicazione immediata dell'art. 1337 del

117 Ad esempio, Cass. 7 aprile 2006, n. 8229, in Resp. civ. prev., 2006, 1006 ss., pur astrattamente affermando il principio dell'applicabilità del concorso di colpa del danneggiato, ne aveva negato l'applicazione al caso concreto, in cui un cliente aveva versato al promotore una somma di denaro con modalità non consentita.

118 Così si esprime un passaggio chiave della recente Cass., 27 aprile 2016, n. 8394, in Contratti, 2017, pp. 145 e ss., con nota di Belotti (2017), che ha in conclusione affermato che "nella prestazione del servizio di negoziazione di titoli, qualora l'intermediario abbia dato corso all'acquisto di titoli ad alto rischio senza adempiere ai propri obblighi informativi, ed il cliente non rientri in alcuna delle categorie di investitore qualificato o professionale previste dalla normativa di settore, non è configurabile alcun concorso di colpa di quest'ultimo, nella produzione del danno, per non essersi informato *aliunde* della rischiosità dell'acquisto [...]."

119 In senso contrario, Cass., 25 febbraio 2009, n. 4587, in Giur. it., 2009, 2307, che ha ritenuto "ravvisabile, ai sensi dell'art. 1227, commi 1 e 2, c.c., un concorso del fatto colposo degli investitori nel caso di diffusione di notizie di stampa che rivelino la particolare rischiosità dell'investimento e la non attendibilità della fonte di informazione ufficiale costituita dall'autorizzata pubblicazione del prospetto informativo da parte della medesima Autorità, dal momento che l'investitore prudente deve valutare anche il contenuto delle notizie di stampa, deve attivarsi per verificarne la corrispondenza al vero ed eventualmente non investire nell'operazione o provvedere a disinvestire prontamente i capitali, evitando o limitando le perdite lamentate, ciò a prescindere dal dovere della stessa Autorità di attivare autonomamente e successivamente i poteri repressivi e di vigilanza."

120 Evidenziano la limitata applicazione giurisprudenziale del principio Giudici (2014), p. 1131 e Maggiolo (2012), p. 523.

121 Nel settore speciale considerato, il flusso informativo è da intendersi come necessariamente biunivoco, dovendo direzionarsi tanto dall'intermediario al cliente che viceversa, evidentemente per fini diversi: l'acquisizione di conoscenze e competenze sul funzionamento del mercato in generale e su alcune operazioni in particolare per l'investitore; la profilazione del cliente finalizzata a una consulenza adeguata per l'intermediario. L'obbligo informativo di quest'ultimo potrà dirsi assolto solo in caso di verifica di entrambi gli aspetti. Sull'obbligo della bidirezionalità del flusso informativo e di direzione biunivoca degli obblighi informativi, si veda Belotti (2017) p. 150, che evidenzia la necessità di leggere in combinato disposto gli obblighi di cui all'art. 21, comma 1, lett. b) e c), Tuf, con gli artt. 39 ss. del Regolamento Intermediari CONSOB (n. 16190/2007), disciplinanti le informazioni che questi ultimi ottengono dai clienti al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente. Si veda sul punto anche Maggiolo (2012), p. 357.

Codice civile¹²², ma gode anche della disciplina aggiuntiva presente nel Tuf¹²³, nel Codice del consumo, nelle direttive e nei regolamenti pertinenti e in generale nella legislazione speciale¹²⁴.

Come già detto, il rapporto fra responsabilità precontrattuale e contratti di intermediazione finanziaria, per quanto attiene al sistema italiano, è stato chiarito in misura rilevante dalla Suprema Corte a sezioni unite, la quale ha definito la materia secondo la ripartizione che segue: la violazione di regole di mera condotta (che assume spesso i caratteri di scorrettezza informativa o attinente al profilo del conflitto di interessi) da parte degli intermediari non dà mai luogo alla nullità del negozio; essa è causa di risarcimento del danno *in contrahendo* quando la scorrettezza precontrattuale si verifica anteriormente alla stipula del contratto quadro; essa è causa di risarcimento del danno contrattuale (a cui si può accompagnare la risoluzione) quando il comportamento contrario a buona fede oggettiva si realizza nella fase di esecuzione del contratto quadro.

In ogni caso, sono fatti salvi i vizi del consenso di diritto comune, quando siano, per esempio, integrati i presupposti del dolo o dell'errore essenziale, per cui il rimedio pertinente è l'annullamento, nonché le nullità testuali di cui al terzo comma dell'art. 1418, c.c..

Nonostante le critiche dottrinali di cui si è dato conto nelle parti che precedono, l'organizzazione della materia offerta dalle Sezioni unite è stata seguita scrupolosamente nella quasi totalità delle pronunce successive.

Il quesito che ci si pone è, quindi, se e come debba modificarsi la disciplina del 'diritto precontrattuale dei mercati finanziari' quando intervengano strumenti in grado di eseguire in maniera automatica delle procedure *standard*¹²⁵.

Per come introdotta finora, la crescente automazione non sembra aver fatto perdere attualità ai principi regolatori della materia, siano essi di matrice legislativa o giurisprudenziale.

La buona fede oggettiva, anche *sub specie* di correttezza precontrattuale, impone, tramite un'operazione di adeguamento continuo, di tenere nel conto debito (fino al raggiungimento di un apprezzabile sacrificio proprio)¹²⁶ le esigenze e i motivi della controparte¹²⁷.

È chiaro che l'attenzione ininterrotta alle esigenze del risparmiatore e l'analisi delle sue effettive conoscenze e propensioni¹²⁸ ben difficilmente si prestano a

122 Uda (2016), p. 39.

123 Quanto alla normativa di provenienza europea, sia la MiFID I sia la MiFID II spiccano per la mancanza di un vero e proprio impianto sanzionatorio e, più in generale, al di fuori dell'UE, la fase precontrattuale non ha mai goduto di normazione sovranazionale di stampo convenzionale (Deloitte, 2016).

124 Sulla compresenza e non sostituzione si veda Febbrajo (2016).

125 Risultano particolarmente avanzati il mercato svedese, e, pure in misura minore, quello slovacco (EIOPA, 2017).

126 Per qualche riflessione sul criterio dell'apprezzabile sacrificio, D'Angelo (2004).

127 Il problema è se il robot o il softbot "pone le domande giuste": si veda Norton Rose Fulbright, InsurTech: where are we now?, <http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/146348/insurtech-where-are-we-now>.

128 BEUC (2017).

essere svolte da una macchina in totale autonomia: quella di *information customisation*¹²⁹ è un'attività che per ora non sembra poter prescindere totalmente dall'intervento umano. L'apparente conflitto è tuttavia molto ridimensionato dalla circostanza per cui il *robo advice* puro non è ancora diffuso. In combinazione con l'apporto di un consulente, la tutela del risparmiatore non rischia affatto di venire compromessa; al contrario, le capacità di calcolo crescenti, offerte dallo strumento informatico, possono risolversi a vantaggio dell'investitore.

Pertanto, qualora sia valutato da un consulente esperto, un questionario dinamico *smart* è uno strumento consigliabile, in quanto più il risparmiatore consentirà alla profilazione, maggiore sarà il livello di personalizzazione dell'informazione precontrattuale che gli sarà fornita. Resta inteso che qualora il risparmiatore non presti affatto il suo consenso all'utilizzo di questo strumento, riceverà nulla più e nulla meno dello *standard set of information*¹³⁰.

L'intatto ruolo svolto dal principio di buona fede oggettiva¹³¹, sia in presa diretta sia mediato dalla normativa di settore, sembra spingere a condannare come scorretta la condotta di chi percepisce l'impreparazione dell'investitore di fronte al testo contrattuale o alle regole della finanza e non agisce di conseguenza. Appartiene al notorio, infatti, che il dovere precontrattuale di informazione, quando si verte in tema di contratti dove l'affidamento gioca un ruolo forte, si intensifica fino a diventare obbligo di consiglio¹³² a cui si accompagna, peraltro, il distinto ma connesso dovere precontrattuale di chiarezza¹³³.

Più chiaroscurale è il tema dell'ammissibilità di una responsabilità autonoma a carico dell'intermediario in caso di insufficiente competenza informatica (non finanziaria) del risparmiatore.

Se una semplice verifica sommaria della sussistenza di alfabetizzazione informatica adeguata rientra nella correttezza precontrattuale come definita in precedenza (cura degli interessi altrui fino alla soglia di un apprezzabile sacrificio del proprio), sembra invece esorbitante rispetto alla funzione economica dell'intermediario spingersi oltre, a pena di un 'diritto troppo caritatevole'¹³⁴.

Quale problema ulteriore, si può ritornare sulla questione già sollevata ai paragrafi 2.3 e 2.4, chiedendosi se sia necessario informare il consumatore su come funziona l'algoritmo. A parere di alcuni commentatori la risposta sembrerebbe nega-

129 Walker (2015).

130 Busch (2016).

131 Fra i lavori più recenti che prendono in esame l'istituto, si segnalano Piraino (2015), Bevivino (2016), e Amato (2012).

132 Fabre-Magnan (1992).

133 In modo sintetico, il comma 5 dell'art. 24 della direttiva Mifid II parla di "comprensibilità", ma sembra come minimo doversi reputare che, se non di vera e propria "comprensione", si tratta di "comprensibilità in concreto", cioè parametrata al pubblico non specialista.

134 Mazeaud, (1999), p. 633.

tiva¹³⁵, perché tale obbligo¹³⁶ sarebbe indirizzato a solo beneficio dell'Ente regolatore¹³⁷, anche se in senso contrario arrivano indizi da Oltreoceano¹³⁸.

Esaurito il quadro generale, è utile ora soffermarsi brevemente sulle disposizioni che attengono ai profili precontrattuali, per verificare se rispettino un principio di neutralità tecnologica.

Sia la MiFID I sia la MiFID II sembrano pienamente compatibili con l'implementazione del *robo advice*, per due ragioni: da un lato, allo stato attuale la presenza di un *robo advisor*, accompagnato comunque da un operatore umano, permette di tutelare appieno le esigenze di correttezza, elasticità e adattamento; dall'altro, le direttive stesse permettono che in alcuni casi di maggiore semplicità talune informazioni possano essere fornite in modo *standard*. Si può dunque dare un giudizio positivo in tema di neutralità tecnologica di MiFID I e MiFID II, tale da non imporre un immediato ripensamento delle normative¹³⁹.

Ai sensi della MiFID I, l'art. 19, dedicato alle norme di comportamento da rispettare al momento della prestazione di servizi di investimento ai clienti concede la fornitura di informazioni corrette, chiare e non fuorvianti in modo standardizzato. Non si rilevano dunque incompatibilità fra il *robo advice* in una versione ibrida – cioè come è prevalentemente configurato finora – e la MiFID; considerazioni analoghe si possono svolgere per l'art. 21, quarto comma e per l'art. 44, primo comma.

Per quanto riguarda la recente MiFID II, vengono alla luce l'art. 24 e l'art. 25, in virtù dei quali si può reputare che l'implementazione del *robo advice*, in particolare nella sua versione ibrida e in quella del *robo4advisor*, sia perfettamente congruente con il tenore testuale delle norme in parola.

In ultima analisi, pur a questo stadio iniziale, la componente informatica – anche in un momento futuro in cui il contributo umano si andrà riducendo – potrebbe essere vantaggiosa nel compiere operazioni con maggiore esattezza e rapidità¹⁴⁰.

Resta attuale il dubbio se, con l'eventuale diffusione del *robo advice*, puro, possano ripresentarsi profili problematici, fra cui la grande difficoltà di incorporare clausole generali valutabili a posteriori, come la correttezza, nel settore in esame¹⁴¹.

135 Bellezza, (2017).

136 Mezzacapo (2016), p. 373.

137 Serrano (2016), p. 22.

138 Negli Stati Uniti d'America, la *disclosure* comprende anche ciò che, invero, non avrebbe ragione di essere comunicato, rientrando nei semplici strumenti di organizzazione aziendale (IM Guidance Update; 2017).

139 In prospettiva comparatistica, Hunt (2017).

140 Bouyon (2017).

141 Cuccuru (2017).

2.6 Profili di responsabilità. Consulenza automatizzata e complessità delle fattispecie di responsabilità

L'automazione nella consulenza finanziaria non muta radicalmente le ipotesi di responsabilità dei soggetti che prestano consulenza¹⁴², ma può richiedere o determinare un adattamento interpretativo e applicativo delle fattispecie. Le peculiarità si concentrano secondo due direttrici principali: da un lato, la stessa modalità automatica di raccolta, elaborazione e trattamento dei dati forniti dai potenziali clienti; da un altro lato, il necessario coinvolgimento nell'attività, che si basa su algoritmi complessi per processare i dati, di prodotti o servizi offerti da terzi sviluppatori¹⁴³.

Per quanto concerne il primo profilo, nella consulenza automatizzata il danno all'investitore potrà derivare non solo da un comportamento umano, ma anche da un difetto di progettazione o da un malfunzionamento del *software*, e ciò sia nel *robo advice* puro o ibrido sia nel *robo4advisor* (e quindi nella consulenza tradizionale che si avvalga degli strumenti automatizzati messi a disposizione da quest'ultimo). I dati riguardanti i potenziali investitori, calibrati male in fase di programmazione e/o di elaborazione da parte dell'algoritmo che li 'processa', potrebbero condurre a risultati poco ottimali e quindi a consigli contrari all'interesse del cliente e comunque divergenti rispetto al suo profilo ottimale d'investimento.

All'origine del problema potrebbe esserci anzitutto la definizione del numero e della tipologia di informazioni raccolte nei questionari di profilatura del cliente, profili questi determinati dalle imprese di investimento.

La circostanza per cui della raccolta delle informazioni non si fa carico il consulente persona fisica muta le modalità attuative dell'obbligo, ma non esime chi si serve del *robo* per la consulenza automatizzata dal rispondere dei danni subiti dall'investitore, qualora si accerti un originario difetto di profilatura che di per sé, o in aggiunta a malfunzionamenti successivi, abbia prodotto un *output* in termini di consiglio inadeguato¹⁴⁴.

Ciò vale *a fortiori* in considerazione della previsione normativa secondo cui spetta alle imprese di investimento adottare tutte le "misure ragionevoli per assicurare che le informazioni raccolte sui clienti o potenziali clienti siano attendibili" (art. 54, comma 7, Reg. UE 565/2017).

142 «The use of electronic systems in making personal recommendations or decisions to trade shall not reduce the responsibility of firms» (ESMA, 2017).

143 Sottolinea le difficoltà di rintracciare le responsabilità nei processi di *roboadvising* che combinano uso massiccio di dati ed elaborazione automatica tramite algoritmi la Risoluzione del Parlamento europeo on *FinTech*, cit., punto 29.

144 Non potrebbe, dunque, essere ammessa la prassi di inserire nei modelli contrattuali un esonero da responsabilità per i danni al cliente cagionati da guasti degli impianti telematici informatici utilizzati dalle imprese che erogano il servizio di consulenza. Si tratta di una tendenza sviluppatasi da qualche tempo (ne dà atto Parrella (2011), p. 1056), dunque prima dell'avvento dei modelli di *roboadvice*. Con l'incipiente operatività di questi ultimi, in virtù delle considerazioni svolte nel testo, una tale previsione negoziale non dovrebbe in alcun modo operare.

Come già ricordato, l'interazione limitata (ove non del tutto assente) tra clienti e intermediario deve, in particolare, essere compensata da una chiara spiegazione dello scopo della raccolta di informazioni e dell'incidenza diretta che le risposte fornite avranno sull'adeguatezza dell'investimento proposto¹⁴⁵.

L'informazione va ponderata anche nel suo svilupparsi in direzione opposta, vale a dire dall'intermediario all'investitore.

Come già ricordato nel paragrafo 2.4, a prescindere dagli obblighi informativi sanciti dall'apparato normativo in materia di servizi di investimento, nel peculiare fenomeno che ci occupa è opportuno segnalare come, al fine di aumentare la comprensione e la consapevolezza da parte del cliente rispetto al servizio automatizzato che riceve, i soggetti abilitati dovrebbero specificare in maniera chiara e concisa le singole fasi automatizzate dell'attività, eventualmente avvertendo in via preliminare il cliente delle eventuali possibilità di interazione umana durante la stessa.

A rispondere nei confronti dell'investitore sarà in ogni caso il consulente o intermediario, sia che abbia sviluppato internamente il *software* per il *robo advice* sia che lo abbia acquistato da un soggetto terzo.

Tale assunto è confermato dall'art. 31 del Regolamento Delegato UE n. 565/2017, il quale prevede espressamente che "le imprese di investimento che esternalizzano funzioni operative essenziali o importanti restano pienamente responsabili del rispetto di tutti gli obblighi imposti loro dalla direttiva 2014/65/UE". Da ciò può desumersi che sia la vera e propria delega all'esterno del servizio di *robo advice* – quale 'funzione operativa essenziale' – sia, a fortiori, l'immissione nella propria organizzazione dell'elemento, prodotto da terzi, che consente di espletare il servizio di consulenza, non escludano la responsabilità del prestatore.

Quanto al tema probatorio, l'investitore, per il quale la dimostrazione dell'errore tecnico non sarebbe affatto agevole, dovrebbe essere facilitato dall'applicazione del regime di responsabilità contrattuale, con la possibile eccezione, secondo quanto già accennato, di un'omissione colposa delle informazioni rilevanti che siano state richieste in fase di profilazione.

Nella gestione della fase patologica del rapporto di consulenza automatizzata, potrebbe inserirsi un meccanismo assicurativo. L'intermediario potrebbe assicurarsi per essere tenuto indenne ove non già un suo specifico inadempimento, bensì un difetto di funzionamento del robot abbia originato un danno per l'investitore.

De iure condendo, una garanzia assicurativa che manlevi l'intermediario in caso

145 ESMA (2017), Consultation Paper, p. 40.

di malfunzionamento del *software*, parallelamente indennizzando il cliente, potrebbe in futuro essere fatta rientrare tra i requisiti organizzativi ineludibili per lo svolgimento dell'attività di consulenza. Si tratterebbe di un altro elemento idoneo a vagliare la rispondenza a standard qualitativi della prestazione dell'intermediario, che va considerata non solo con riguardo al singolo comportamento e/o rapporto con il singolo investitore, ma anche alla luce dell'organizzazione imprenditoriale, la cui proceduralizzazione e affidabilità costituisce un ulteriore fattore di garanzia per la clientela¹⁴⁶.

Atteso il margine ridotto di rischi di malfunzionamento e cattiva programmazione del *software*, i costi assicurativi da affrontare potrebbero non essere troppo elevati; ne discenderebbe una situazione generale che incentiva la confidenza degli investitori con queste nuove modalità di investimento, anche grazie alla diminuzione di rischi e incertezze relative ai costi delle eventuali controversie. D'altro canto, sotto il profilo dei rapporti intermediario-*provider* del *software*, un sistema diffuso di assicurazione potrebbe far diminuire per entrambi i costi di gestione dell'attività – imprenditoriale (anche in forma di *start-up*) ovvero di consulenza – svolta.

Il monitoraggio successivo all'investimento

Altra questione che genera dubbi sull'allocazione della responsabilità contrattuale riguarda la possibilità concreta – ed eventualmente la configurabilità come obbligo – di un'attività di monitoraggio successivo all'investimento e di *rebalancing* del portafoglio dell'investitore¹⁴⁷, con conseguente informativa all'utente sull'andamento dei titoli, sulle prospettive di mercato, su eventi straordinari e imprevedibili¹⁴⁸ che possono compromettere l'investimento.

In proposito, è bene ricordare che tale informativa non sempre costituisce un obbligo per l'intermediario ma dipende dalla tipologia di servizi offerti.

In tal senso sembrerebbe deporre lo stesso impianto normativo della MIFID II, con riguardo alla già ricordata valutazione periodica, che dovrebbe essere un obbligo solo eventuale per l'intermediario, subordinato a una serie di presupposti (di diritto positivo o negoziali;

146 Vedi Inzitari (2009), pp. 1693 e ss.. L'ineludibilità di un simile requisito troverebbe la sua giustificazione normativa nell'obbligo degli intermediari di "disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività" (art. 21, comma 1, lett. d) Tuf); il criterio di diligenza va infatti integrato "con una serie di obblighi di natura sostanzialmente organizzativa, il cui adempimento di viene il presupposto per la diligente esecuzione della prestazione verso il cliente", ancora una volta evidenziando "lo stretto legame tra regole di condotta e regole di organizzazione" nel sistema MiFID: così Lucantoni (2011), p. 259..

147 Al di fuori dell'obbligo di rendiconto di cui all'art. 53, Reg. Intermediari n. 16190/2007.

148 Si pensi, ad esempio, al deterioramento della posizione dell'emittente.

art. 24, comma 4, lett. a.iii)¹⁴⁹). Non mancano invero argomenti *de iure condito* per inquadrarla in termini di cogenza¹⁵⁰; tuttavia, se così fosse, allora "i servizi resi dall'intermediario assumerebbero contenuti di continuità e controllo nel tempo degli investimenti del cliente che non sono riscontrabili nelle caratteristiche che la legge gli attribuisce"¹⁵¹. Occorre segnalare al riguardo una recente pronuncia dei giudici di legittimità che – pur riferendosi a una fattispecie in cui il rapporto professionista–cliente non era di consulenza cosiddetta pura – ha esplicitamente affermato che "nei servizi diversi dalla gestione di portafogli" l'intermediario "non è tenuto a svolgere attività di consulenza nel periodo successivo all'acquisto del titolo"¹⁵².

L'assenza di una sicura obbligazione di monitoraggio degli investimenti in capo all'intermediario, in ogni caso, presuppone una certa prudenza nella valutazione della medesima situazione con riguardo al *robo advice*. Anche in questo caso occorrerà vagliare attentamente e distinguere quali servizi vengono offerti e venduti, prima di affermare se un'omissione di avvertimento possa costituire un'ipotesi di inadempimento assoggettabile ai rimedi previsti per la patologia sopraggiunta del rapporto contrattuale¹⁵³.

In assenza di specifiche indicazioni normative, al di fuori dei casi in cui l'accordo con l'intermediario lo preveda espressamente, l'attività di monitoraggio successivo non può essere ritenuta inclusa tra gli obblighi dell'intermediario nella consulenza automatizzata, nonostante il *robo advisor* possa in teoria svolgere efficacemente questa funzione¹⁵⁴.

Un ragionamento diverso può valere come suggestione in termini di *policy* per scelte future di diritto positivo. Una spinta propulsiva in questa direzione può forse essere individuata dalle nuove linee direttrici della MIFID II. Essa ha già di per sé mutato prospettiva nel modo di intendere la relazione investitore–consulente: il rapporto che si instaura tra le parti è ormai non più una mera 'vendita al consumatore', ma una 'fornitura di servizi' cui dar luogo con una serie di cautele da parte dell'intermediario.

149 Essa ben potrebbe essere prevista contrattualmente tra le parti coinvolte negli accordi di consulenza; anzi, questi spesso prevedono simili obblighi di controllo periodici in capo al consulente professionista, finalizzati all'operazione di *rebalancing* del portafoglio, ove non si preveda direttamente la prestazione del servizio di gestione dello stesso.

150 Si pensi all'appiglio testuale di cui all'art. 21, c. 1, lett. b), Tuf, che prevede in capo agli intermediari l'obbligo di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati. Il termine "sempre" potrebbe anche indicare il tempo successivo alla conclusione del contratto. In senso favorevole all'esistenza di un obbligo di monitoraggio successivo si sono espressi Inzitari e Piccinini (2008), p. 63.

151 Giudici (2014), p. 1050. Esclude, tra gli altri, un dovere di informazione continuativa sull'andamento dell'investimento anche de Mari (2012), p. 414.

152 Dovendo invece comunque fornire "al cliente le informazioni essenziali riguardanti l'esecuzione dell'ordine": Cass., 22 febbraio 2017, n. 4602, in *IlSocietario.it*, 10 marzo 2017.

153 Il Consultation Paper di ESMA, cit., 38, dando la definizione di *robo advice*, evidenzia che nello stesso rientra anche l'attività di portfolio management («*robo-advice means the provision of investment advice or portfolio management services, in whole or in part, through an automated or semi-automated system*»).

154 Manifesta perplessità M.L. Fein, *Robo-advisors: a closer look*, 30 giugno 2015, <https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=2658701>, 23 s., secondo cui «*robo-advisors, however, do not monitor the appropriateness of investments for individual client accounts. They may adjust their asset allocations and rebalance customer accounts, but they do not monitor whether the client's account investments are in the best interests of the client on an ongoing basis.*».

L'intermediario è tenuto, in modo continuo e non più episodico, a osservare gli obblighi informativi di cui si è detto e a valutare le scelte d'investimento, sulla base dei principi e delle *know your customer*¹⁵⁵ e *know your product rules*.

La modalità continuativa dell'adempimento degli obblighi a carico dell'intermediario potrebbe costituire un grimaldello argomentativo in favore di un monitoraggio diffuso e successivo agli investimenti, da prevedere come necessario adempimento anche in alcuni modelli di *robo advice*, compatibilmente con la tipologia di servizi e di strumenti finanziari offerti.

Ne discende, allora, un possibile mutamento di prospettiva nei rapporti consulente/intermediario-investitore, stante la specificità della consulenza mediante automazione. Le modalità attuative di alcuni obblighi, non configurabili in quanto non ragionevolmente esigibili in capo a un consulente persona fisica, potrebbero invece essere ritenute compatibili con le 'abilità di calcolo' del *robo advisor*¹⁵⁶. Dal consulente automatizzato potrebbe allora essere preteso un maggior grado di accuratezza nella gestione dei rapporti con l'investitore, per la maggiore disponibilità di dati e capacità di analizzarli in maniera personalizzata. Si allargherebbero dunque i confini di operatività delle ipotesi di responsabilità contrattuale, allorché le valutazioni di adeguatezza, con conseguente obbligo di astensione dal compiere operazioni finanziarie, ovvero di appropriatezza, con conseguente dovere d'informare l'investitore sulla necessità di adottare cautele ulteriori, potrebbero – già *de iure condito* – essere vagliate dalla giurisprudenza in termini maggiormente stringenti in caso di consulenza automatizzata¹⁵⁷.

La distribuzione delle responsabilità sulla catena del valore e i diversi modelli di automazione della consulenza

Come già precisato, la responsabilità per i danni subiti dall'investitore nell'attuazione del rapporto sarà sempre attribuita all'intermediario/consulente anche in caso di consulenza automatizzata: si garantisce così all'investitore una controparte certa per l'attivazione di rimedi a propria tutela. Ciò tuttavia non esclude che l'intermediario possa a sua volta rivalersi sul soggetto terzo che ha fornito un algoritmo 'difettoso'.

155 L'automazione del servizio non può collocarsi in controtendenza rispetto all'ormai acquisita struttura "bidirezionale" e dialogica del rapporto e, in particolare, dei flussi informativi cliente-professionista. In assenza del dialogo, "non è possibile individuare un bisogno di un cliente dichiaratosi impotente di fronte alla complessità del mercato finanziario e che, per questa ragione, si è affidato a [...] un consulente finanziario affinché ne curi al meglio gli interessi": così R. Natoli, *Il contratto "adeguato"*, cit., 103.

156 Sulla possibilità in generale che le tecniche di comunicazione a distanza possano garantire un livello di tutela più elevato per l'investitore (persino maggiore di quello della disciplina dell'offerta fuori sede), si veda Scognamiglio (2012), p. 220.

157 In senso contrario, si veda Fein (2016) che evidenzia come «robo-advisors are not a substitute for the suitability analysis required when broker-dealers provide investment recommendations. A corresponding implication is that robo-advisors are not a substitute for the portfolio analysis required of an investment fiduciary under the fiduciary standard of care», concludendo che «prudent investment advice requires human judgment beyond such tools» (p. 16).

Se l'intermediario è soggetto diverso da chi fornisce (nella qualità di *provider* e/o di venditore) il *software* per la prestazione del servizio di consulenza automatizzata, il consulente potrebbe rivalersi nei confronti di chi abbia prodotto l'algoritmo difettoso per ottenere il ristoro dei costi sopportati in seguito all'accertamento della sua responsabilità contrattuale nei confronti del cliente.

I rimedi teoricamente a disposizione dell'intermediario nei confronti del provider e/o venditore di software sono influenzati – per presupposti, termini di prescrizione o decadenza, danni risarcibili e modalità attuative – dalla tipologia di rapporto sussistente con il fornitore del *software* per il servizio automatizzato di consulenza, o per la parte di quello che viene 'esternalizzata'.

Le interviste agli operatori del settore di cui alla Parte I del presente lavoro hanno evidenziato che gli intermediari possono sia elaborare *in house* gli algoritmi usati per la consulenza sia, in alternativa a tale modello, esternalizzare alcune fasi dell'attività di consulenza, regolando negoziabilmente il relativo rapporto e, talvolta, anche il riparto interno di eventuali responsabilità.

Nel caso dell'esternalizzazione, la modalità più comune è rappresentata dall'acquisto sul mercato del software. Come si vedrà meglio tra poco, l'eventuale responsabilità per i danni derivanti dal prodotto acquistato dovrebbe in questo caso seguire le regole, invero alquanto stringenti, previste dalla disciplina della compravendita¹⁵⁸; tuttavia, l'evoluzione del formante giurisprudenziale ha condotto a esiti peculiari.

In alternativa, si può ricorrere all'*outsourcing* del servizio¹⁵⁹, cioè all'esternalizzazione di prodotti o servizi, originariamente offerti *ad intra* da un'impresa, laddove comunque ottenibili in maniera efficiente rivolgendosi ad altri operatori più specializzati. Si tratta di una figura omnicomprensiva, che indica una serie diversificata di operazioni di decentramento di parti di un'attività economica¹⁶⁰. Può dunque ritenersi l'*outsourcing* un contratto atipico, a titolo oneroso e a prestazioni corrispettive, senz'altro meritevole ai sensi dell'art. 1322 c.c., al quale è applicabile la disciplina ora dell'uno o dell'altro contratto tipizzato, in base alla sua speci-

158 Si pensi alla garanzia per i vizi con gli specifici effetti (art. 1492 c.c.) e i brevi termini di decadenza e prescrizione previsti per l'attivazione della stessa (art. 1495 c.c.), nonché alle limitazioni al risarcimento del danno derivante dai vizi della cosa venduta (art. 1494 c.c.).

159 Questo termine, talvolta utilizzato in senso a-tecnico, è stato ormai ricondotto alle categorie giuridiche a noi note, nel tentativo di formalizzare operazioni negoziali sempre più diffuse e divenute socialmente tipiche. "Il fenomeno c.d. di outsourcing comprende tutte le possibili tecniche mediante le quali un'impresa dismette la gestione diretta di alcuni segmenti dell'attività produttiva e dei servizi estranei alle competenze di base (così detto core business). Ciò può fare, tra l'altro, sia appaltando a terzi l'espletamento del servizio sia cedendo un ramo d'azienda. La scelta tra le varie alternative è rimessa all'insindacabile valutazione dell'imprenditore, a norma dell'art. 41 Cost.": così Cass. 2 ottobre 2006, n. 21287, in *Giur. Dir.*, 2006, 42, p. 521.

160 Si veda sul punto Outsourcing, in *Contratti. Formulario commentato*, a cura di F. Macario, A. Addante, II ed., 2014, p. 2011.

fica configurazione concreta nel rapporto tra le parti¹⁶¹. Le regole di responsabilità e la distribuzione della stessa tra i soggetti coinvolti nel rapporto saranno evidentemente influenzate dalla scelta dello schema negoziale di riferimento. Importanza prioritaria è rivestita dagli accordi specifici tra le parti: la prassi sembrerebbe evidenziare in prevalenza l'inserimento di clausole limitative della responsabilità dell'*outsourcer*, tenuto per lo più ad adempiere un'obbligazione di mezzi e non di risultato.

Un terzo modello impiegato nell'automazione della consulenza finanziaria è l'accordo di licenza d'uso del *software*, che consente all'utilizzatore di godere del bene immateriale, sfruttandone le potenzialità, senza esserne il proprietario e versando al proprietario-sviluppatore una somma a titolo di corrispettivo. Sebbene ci si riferisca alla licenza d'uso, il *nomen* più appropriato in tal caso è quello di 'contratto di sviluppo di *software*', riconducibile al contratto di appalto o d'opera¹⁶², con un'evidente assimilazione all'*outsourcing*. La struttura del rapporto ha indotto la dottrina maggioritaria a inquadarlo come *species* della locazione, sebbene atipica¹⁶³.

Ognuno dei modelli evidenziati, ad eccezione dello sviluppo *in house* del *software*, presenta questioni di non agevole soluzione.

Prendendo in considerazione anzitutto l'ipotesi della vendita, la soluzione della responsabilità del venditore nei confronti del compratore per danno all'immagine subito da quest'ultimo nei rapporti con i propri clienti, quale lesione della reputazione e compromissione dell'immagine professionale, si sviluppa per adattamento interpretativo.

Nell'ipotesi della vendita, infatti, dovrebbe operare il rimedio della garanzia per i vizi della cosa venduta (art. 1490 c.c.), che comporta – oltre agli effetti restitutori conseguenti alla risoluzione del contratto¹⁶⁴ – l'obbligo del venditore, "in ogni caso", di risarcire il danno, "se non prova di avere ignorato senza colpa i vizi della cosa" (art. 1494 c.c.).

Detta soluzione appare poco congrua rispetto alle esigenze di ristoro dell'intermediario acquirente del *software*, già chiamato a risarcire l'investitore per una consulenza inadeguata:¹⁶⁵ da un lato, per l'eccessiva brevità dei termini per farlo valere,¹⁶⁶ che mal si attagliano a un rapporto, quale quello tra intermediario e fornitore del *software*, in

161 O comunque di un contratto misto o complesso, con una funzione economico-sociale unitaria perseguita però attraverso il ricorso a diverse figure negoziali. La sua disciplina seguirà le norme generali del codice civile in materia di contratti, ove non derogate dalle espresse pattuizioni negoziali delle parti, anche rendendo operative regole dettate per negozi affini, quali l'appalto, il contratto d'opera, la subfornitura.

162 Si veda, anche per le opportune specificazioni e differenziazioni in proposito, De Sanctis (2003), pp. 601 e ss. Già si occupavano del tema Rossello (1984), pp. 105 e ss.; Bonazzi e Triberti (1985), pp. 207 e ss.

163 Si veda Sbisà (2003), p. 185 e altri riferimenti bibliografici ivi contenuti, *passim*.

164 Quale rimedio ottenibile dal compratore ex art. 1493 c.c. Invero, al compratore è riconosciuta la facoltà di "domandare a sua scelta la risoluzione del contratto ovvero la riduzione del prezzo" (art. 1492 c.c.), sulla base della personale valutazione dei propri interessi.

165 E a tacer del fatto che la dimostrazione di incolpevole ignoranza dei difetti del bene venduto da parte del venditore esclude l'operatività della garanzia (art. 1494, comma 1, c.c.).

166 L'art. 1495, comma 1, c.c., prevede un termine di decadenza per la denuncia dei vizi di 8 giorni dalla scoperta degli stessi e un termine di prescrizione dell'azione di un anno dalla consegna del bene.

cui i 'vizi' potrebbero manifestarsi a distanza di molto tempo¹⁶⁷; dall'altro lato, per la tradizionale nozione di danno risarcibile ai sensi dell'art. 1494 c.c., dalla quale sono esclusi i pregiudizi arrecati al compratore al di fuori del rapporto contrattuale con il venditore¹⁶⁸ e che, nelle fattispecie di nostro interesse, consisterebbero nel pregiudizio economico – e non solo – sofferto dall'intermediario per aver risarcito l'investitore a causa di un malfunzionamento nel procedimento di consulenza automatizzata, riconducibile a un difetto del *software* utilizzato.

Per rimediare alla rilevata inadeguatezza, potrebbe essere utile ricorrere a un principio elaborato dalla giurisprudenza che, proprio in un'ipotesi in cui si erano manifestati vizi del bene venduto, ha affermato il concorso della responsabilità extracontrattuale del venditore, rilevante «tutte le volte in cui l'inadempimento del contratto di vendita abbia causato una lesione al buon nome dell'azienda del compratore, od al suo avviamento commerciale»¹⁶⁹.

Si è invocato così il danno all'immagine, quale lesione della reputazione e compromissione dell'immagine professionale di un'impresa¹⁷⁰, che si verifica allorché il pubblico dei clienti (potenziali o attuali) associ al marchio del consulente gli errori di progettazione, di fatto riconducibili allo sviluppatore. Si tratta di un approdo confermato nel tempo da successive pronunce della Corte di Cassazione¹⁷¹.

Il danno all'immagine professionale potrà consistere tanto in un pregiudizio economico (le perdite subite per aver dovuto risarcire l'investitore, ovvero conseguenti alla flessione degli affari in seguito alla diffusione della notizia sulla condanna) quanto nel danno non patrimoniale, ferma restando la necessità della prova da parte dell'intermediario.

Verosimilmente anche nelle ipotesi in cui l'intermediario si sia rivolto allo sviluppatore di un *software* in *outsourcing* (anche solo per una delle fasi della consulenza, come quella di elaborazione dati ai fini della valutazione di adeguatezza), potrà ammettersi il risarcimento del danno all'immagine causato dal malfunzionamento

167 D'altra parte, la garanzia per i vizi, quale *lex specialis*, dovrebbe essere assorbente rispetto al rimedio generale contro l'inesatto adempimento, per il quale è previsto l'ordinario termine prescrizione decennale, sia pure a condizione della sussistenza della colpa (per quanto presunta) del debitore: si veda, Cass., sez. II, 7 giugno 2000, n. 7718, in Giust. civ. Mass., 2000, p. 1241.

168 Il danno risarcibile per operatività della garanzia dei vizi della cosa venduta non poteva essere "qualsiasi danno giuridicamente rilevante causato dai vizi della cosa, ma si riferi[va] alla sola lesione degli interessi connessi con il vincolo negoziale e con esclusione, quindi del pregiudizio arrecato agli interessi del compratore che, essendo sorti al di fuori del contratto, hanno la consistenza di diritti assoluti." Così Cass., 28 luglio 1986, n. 4833, in Giur. agr. it., 1987, II, p. 221.

169 Cass., 5 febbraio 1998, n. 1158, in Giur. it., 1999, 32.

170 L'immagine – bene giuridico suscettibile di valutazione economica ma anche di rilievo non patrimoniale – è tutelata dall'art. 10 c.c. Il diritto vivente ha confermato la risarcibilità del danno all'immagine professionale, cui è assimilabile quella delle persone giuridiche, ammettendo sotto il profilo del danno non patrimoniale: si veda, Cass. 4 giugno 2007, n. 12929, in Guida al Dir., 2007, 25, 14 (con nota di Sacchetti); si veda, altresì Cass., 1 ottobre 2013, n. 22396, in Guida al dir., 2014, 1, 42.

171 È stato così affermato il principio secondo cui, in tema di vizi della cosa venduta, vi è il "concorso di una responsabilità risarcitoria *ex contractu* con una di tipo aquiliano qualora il danno lamentato dall'acquirente ex art. 2043 c.c. si configuri [...] come conseguenza ulteriore del malfunzionamento della "res", a sua volta produttivo di autonomi ed indipendenti eventi dannosi": così Cass., 29 aprile 2005, n. 8981, in Giust. Civ., 2006, 3, I, 617 (il caso di specie riguardava il malfunzionamento di un'autovettura). La giurisprudenza successiva ha confermato la tesi: si veda, tra le altre, Cass., 8 maggio 2008, n. 11410, in Giust. Civ. mass., 2008, 5, 685; Cass., 11 febbraio 2014, n. 3021, in Foro. It., 2014, I, 2176; Cass., 6 luglio 2017, n. 16654, in Giust. Civ. mass., 2017.

dell'algorithmo. Ciò vale *a fortiori* quando il riparto della responsabilità non sia stato regolato contrattualmente, come avviene di frequente.

Sempre valida, in ogni caso, è la previsione, già ricordata, sulla delega di funzioni (art. 31 Reg. delegato UE 516/2017; disciplina analoga era posta dall'art. 21 Reg. Banca d'Italia-CONSOB 29 ottobre 2007), che lascia intatta la responsabilità dell'intermediario nei confronti dei clienti. Tale norma, che di fatto specifica la regola codicistica di cui all'art. 1228 c.c. sulla responsabilità per fatto degli ausiliari¹⁷², non sembra infatti ammettere, a differenza di quest'ultima, la possibilità di una deroga pattizia.

Un discorso simile vale anche per la licenza d'uso. Se, diversamente dall'*outsourcing*, questa fattispecie non realizzasse una vera e propria delega di funzioni, con conseguente esclusione dell'operatività dell'art. 21 Regolamento Intermediari della CONSOB, troverebbe comunque applicazione l'art. 1228 c.c., fatta salvo un eventuale contrario accordo delle parti.

L'ipotesi di attività non riservata prestata mediante automazione

Gli obblighi riconducibili in capo all'intermediario e che, con gli adattamenti illustrati sino ad ora, sono da intendersi sussistenti anche nel caso in cui la consulenza finanziaria avvenga mediante modalità automatizzate valgono evidentemente per la 'consulenza in materia di investimenti', in quanto attività riservata per la quale è necessaria la relativa autorizzazione¹⁷³.

Qualora altri soggetti dovessero servirsi dell'automazione per porre in essere attività di carattere consulenziale diverse dalla fattispecie di consulenza finanziaria, ci si chiede se gli stessi possano sottostare alle regole di responsabilità fin qui esaminate. Pur non essendo i due servizi sovrapponibili per grado di cogenza delle norme poste a presidio del destinatario della consulenza, comunque si ritiene che non possa venir meno l'obbligo di chiarezza, in capo al soggetto proprietario e/o utilizzatore del

172 L'art. 21 Reg. CONSOB. 2007 è considerato dalla dottrina (si veda, Parrella (2011), p. 1056, spec. nota n. 80) un valido argomento per ricondurre le attività esternalizzate all'art. 1228 c.c. e alla figura del submandato cui è applicabile la disposizione richiamata, piuttosto che alla sostituzione nel mandato, con conseguente applicabilità della più blanda disciplina di cui all'art. 1717 c.c. (in cui il mandatario rimane responsabile solo se la sostituzione non era stata autorizzata o non era "necessaria per la natura dell'incarico").

173 Ciò in seguito al recepimento della MiFID, ad opera dell'art. 19 del D. Lgs. 164/2000. Si rammenta che, in precedenza, l'attività consulenziale in materia finanziaria ha subito vicende alterne: da "consulenza in materia di valori mobiliari" quale attività di intermediazione mobiliare riservata ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. e) della legge n. 1 del 2 gennaio 1991, era divenuta "consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari" ed era stata declassata a servizio accessorio e (come tale) non soggetto a preventive autorizzazioni in seguito al recepimento della Direttiva 93/22/CEE avvenuto con il D. Lgs. 415/1996 e poi trasfuso nel Tuf. Se è ormai positivizzato il rango di servizio di investimento per la consulenza (art. 1, comma 5, lett. f), Tuf), nondimeno sulla sua qualificazione si riscontrano diverse opzioni. V'è chi, differenziandola dalla gestione di portafogli, la considera non tipologicamente riconducibile allo schema del mandato, quanto piuttosto al contratto di prestazione d'opera professionale (R. Natoli, op. ult. cit., p. 116; da ciò discenderebbe la possibilità di ripetere il compenso corrisposto, ai sensi dell'art. 2231 c.c., non solo in caso di risarcimento del danno, ma anche in caso di suggerimento adeguato al profilo di rischio del cliente ma reso da un soggetto non iscritto all'albo). Diversamente, Parrella (2011), p. 1027, evidenzia l'inidoneità della disciplina esclusivamente privatistica a rispondere alle esigenze di tutela del risparmio, anche alla luce della penetrante normativa pubblicitaria che incide sullo statuto del consulente.

robo advisor circa la natura, le caratteristiche, le finalità e le modalità attuative dell'attività pubblicizzata.

Quand'anche detto obbligo non potesse trovare fondamento nelle ipotesi normative considerate, comunque esso emergerebbe in ultima istanza dalla disciplina generale delle pratiche commerciali scorrette, fatte oggetto di espresso divieto dal Codice del Consumo¹⁷⁴: una sua violazione integrerebbe la *species* della pubblicità ingannevole¹⁷⁵.

3 Servizi di investimento, vendita a distanza e commercio elettronico

Il quadro normativo in materia di vendita a distanza e commercio elettronico svolge un ruolo di rilievo nelle considerazioni che attengono al tema del *robo advice* e alla disciplina della stessa.

Le modalità di offerta del servizio sono, infatti, tali da integrare, di per sé gli estremi della relativa disciplina: quest'ultima, peraltro, si è affermata in un'epoca storica nella quale, seppure il fenomeno della commercializzazione a distanza di prodotti e servizi di investimento fosse già evidente, la situazione fattuale era ben diversa da quella che oggi si presenta agli occhi dello studioso dei fenomeni di *robo advice*, *robo4advice* e, in generale, dell'universo cosiddetto 'FinTech'.

Si tratta, pertanto, di chiedersi, se tale quadro risulti, allo stato, sufficiente, ovvero se si rendano opportuni – in una prospettiva de *iure condendo* – nuovi interventi normativi (anche solo sul piano della *moral suasion*). La disciplina si articola, al riguardo, in due diversi ambiti. Da un lato, le specifiche disposizioni che reggono, nel quadro della più ampia disciplina della prestazione di servizi di investimento, le modalità di contatto con la clientela 'a distanza'. Dall'altro, le disposizioni inserite nel Codice del consumo, nel quale sono confluite le disposizioni del d.lgs. 190/2005, in conformità alla Direttiva 2002/65/CE del 23 settembre 2002, concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori (che modifica la Direttiva 90/619/CEE del Consiglio e le Direttive 97/7/CE e 98/27/CE).

174 Tali sono quelle contrarie alla diligenza professionale, false o idonee a falsare il comportamento economico del consumatore medio che esse raggiungono (art. 22, comma 2, c. cons.). La loro disciplina, peraltro, è applicabile anche ai rapporti tra imprese (B2B) e non solo tra imprese e consumatori (B2C).

175 Da intendersi come comunicazione "che contiene informazioni non rispondenti al vero" oppure formalmente corrette ma in grado di comunque di "indurre in errore il consumatore medio", facendogli assumere una decisione di natura commerciale che non avrebbe altrimenti preso (art. 21, comma 1, c. cons.). Con specifico riferimento alle attività finanziarie, il comma 3-bis dell'art. 21, c. cons., qualifica scorretta "la pratica commerciale di una banca, di un istituto di credito o di un intermediario finanziario che, ai fini della stipula di un contratto di mutuo, obbliga il cliente alla sottoscrizione di una polizza assicurativa" o all'apertura di un conto quali servizi erogati dal medesimo ente mutuante.

Considerazioni alla luce della disciplina della prestazione di servizi di investimento

Con riferimento alle specifiche disposizioni sulle modalità di contatto con la clientela a distanza, l'art. 32 Tuf definisce le 'tecniche di comunicazione a distanza' come le 'tecniche di contatto con la clientela, diverse dalla pubblicità, che non comportano la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato'¹⁷⁶.

Novellato ormai più di dieci anni orsono, l'art. 32, nella sua originaria formulazione, aveva già assegnato rilievo normativo all'utilizzo di strumenti telematici tanto nell'offerta, quanto nello svolgimento, di servizi di investimento, ovvero nell'offerta di prodotti e servizi finanziari in genere. Acquisiva, così, rilevanza uno dei 'canali' (*rectius*, delle 'modalità') di distribuzione e collocamento di prodotti e servizi finanziari più innovativi e, al contempo, già in fase di maggior espansione in quegli anni: il ricorso a Internet, e alle tecniche di comunicazione a distanza, si era, infatti, rapidamente diffuso, sollevando problemi di inquadramento normativo, e di disciplina, di non agevole soluzione¹⁷⁷. La crescente rilevanza di tale settore aveva condotto anche all'elaborazione della già ricordata Direttiva 2002/65/CE.

L'approccio seguito dall'art. 32 è stato, comunque, volutamente generico, anche al fine di non elaborare disposizioni troppo specifiche che, nel tempo, avrebbero rischiato un elevato tasso di obsolescenza. Di fatto, al di là della individuazione della fattispecie, la materia è stata rimessa interamente alla potestà regolamentare della CONSOB, da esercitarsi sentita la Banca d'Italia e in conformità dei principi stabiliti nell'art. 30 Tuf, e nel Codice del consumo.

La relativa disciplina figura nel Regolamento intermediari, agli artt. 79 e seguenti, ove si individuano, innanzitutto, i soggetti che possono svolgere tale attività che – analogamente all'offerta fuori sede – non richiede o presuppone una nuova o distinta autorizzazione, rispetto a quella generalmente richiesta per lo svolgimento dei servizi di investimento¹⁷⁸.

La finalità principale che si intende perseguire attraverso la disciplina dell'offerta a distanza è di rafforzare la tutela degli investitori che, ancor più che nel caso dell'offerta fuori sede, potrebbero essere indotti ad assumere scelte di investimento in circostanze nelle quali non si realizza la presenza fisica dell'intermediario, o di un suo incaricato, e l'instaurarsi del rapporto può essere affidato interamente a strumenti informatici, o di comunicazione più o meno personalizzata. Il Regolamento richiama dunque, rendendole applicabili all'offerta a distanza, tutte le regole di condotta previste in generale per la prestazione dei servizi di investimento – in particolare, quelle recate dal Libro III e III-bis – aggiungendo (o, forse, in realtà specificando ciò che sarebbe già stato ricavabile dalle norme generali) che la promozio-

176 In dottrina si fa rilevare che 'si avrà promozione a distanza e non pubblicità quando la comunicazione presenta [...] struttura bilaterale o si connota in modo tale da consentire, di per sé, l'instaurazione di una relazione comunicativa bilaterale': Rabitti Bedogni (1998), p. 269.

177 Per un inquadramento generale, si veda Gentili (1998), p. 338. Per un'analisi delle regole di comportamento applicabili all'offerta e/o alla prestazione dei servizi tramite Internet si veda Sartori (2004), p. 360; Costi-Enriques (2004), p. 257. Per ulteriori approfondimenti, e copiosi riferimenti, si vedano diffusamente Placanica (2003) e Ortino (2005), *passim*.

178 Per un esame della disciplina, si veda Bonzanini (1999), pp. 515 e ss.; Zitiello (1998), pp. 1144 e ss. Con particolare riguardo al servizio di negoziazione offerto 'online', si veda Bonzanini (2000), pp. 193 e ss.

ne e il collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza non possono effettuarsi e, qualora intrapresi, devono essere immediatamente interrotti, nei confronti degli investitori che si dichiarino esplicitamente contrari al loro svolgimento e alla loro prosecuzione.

Nel Regolamento intermediari non figura più, di contro, alcuna disposizione che – a differenza di quanto in passato richiesto – preveda la necessità di impiegare, in merito a particolari tecniche a distanza, consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (già 'promotori finanziari'): la previsione che fondava il potere regolamentare della CONSOB relativamente a tale specifico profilo è, infatti, stata espunta dall'art. 32 del Tuf e, di conseguenza, è venuta meno anche la relativa disciplina secondaria.

Nel contesto dei servizi di *robo advice*, le impostazioni di fondo recate dal Regolamento intermediari della CONSOB in materia di modalità di contatto con la clientela a distanza sembrano, allo stato, adeguate alle specificità del caso.

Naturalmente, come si è avuto modo di riscontrare anche attraverso le indagini empiriche svolte nel corso della ricerca, i modelli e gli schemi di *robo advice* variano notevolmente: in particolare, il grado di automazione che connota la prestazione del servizio di consulenza si modifica sensibilmente in funzione della natura dell'intermediario, della tipologia di servizio offerto, del grado di evoluzione tecnologica. Ciascuno dei modelli diffusi presenta, in generale, delle specificità, che attengono, in primo luogo, al contenuto dell'attività resa, alle attività svolte, con riguardo a tutti i profili rilevanti (contratti, regole di condotta e informativa). Tutti questi temi – che riguardano, per l'appunto, il servizio in sé – vengono approfonditi e trattati nelle corrispondenti sezioni del presente lavoro, e vanno tenuti distinti dal tema delle specifiche regole che assistono la commercializzazione e la prestazione a distanza dei servizi.

Le regole relative a commercializzazione e prestazione a distanza dei servizi riguardano unicamente i profili che si pongono là dove il servizio venga venduto e reso mediante un canale che – seguendo la definizione dell'art. 32 del Tuf – non contempla la presenza fisica simultanea dell'intermediario, da un lato, e dall'investitore, dall'altro.

Con specifico riguardo al profilo della vendita a distanza, è opportuno chiedersi, in primo luogo, se il diverso grado di automazione nella prestazione del servizio debba giustificare l'applicazione di regole diverse: in particolare se un modello di business che preveda forme di interazione immediata tra l'investitore e l'*advisor* debbano accompagnarsi da regole diverse rispetto a quelle che, invece, sono affidate interamente a processi automatizzati.

Si tratta, come si è già ricordato, di un profilo non nuovo, giacché l'originaria disciplina di attuazione dell'art. 32 Tuf prevedeva – nel caso di canali di 'interazione immediata' tra investitore e prestatore del servizio – l'obbligo di avvalersi di promotori finanziari (ora, consulenti abilitati all'offerta fuori sede).

Naturalmente, là dove il servizio di *robo advice* sia interamente automatizzato, l'intervento di un consulente finanziario abilitato sarebbe del tutto inutile, se non addirittura un controsenso. Nel caso in cui, invece, il servizio sia automatizzato in parte, e consenta all'investitore di accedere a forme di comunicazione e interazione diretta con l'*advisor* la questione torna, in qualche modo, a porsi, in relazione alle diverse fasi nelle quali tale interlocuzione può realizzarsi: ad esempio, in fase di instaurazione del rapporto di consulenza, il cliente potrebbe avere accesso a una *chat online* che gli consenta di interagire in modo immediato con un operatore; oppure tale *chat* potrebbe essere disponibile nel corso, o a valle della prestazione di uno specifico consiglio e raccomandazione. In tali contesti la questione della professionalità e del livello di preparazione dell'interlocutore dell'investitore si pone, ovviamente, in termini diversi a seconda di ciò che, in concreto, l'operatore può (o dovrebbe) fare. Trattasi, proprio per questo, di un tema che non può essere risolto in via generale, come ad esempio si faceva nel contesto del regime originariamente vigente e che imponeva, nei casi di cui si discute, l'intervento del promotore finanziario. Piuttosto, è l'intermediario che deve assicurare che, in funzione della natura e della 'qualità' dell'interlocuzione, gli addetti dispongano delle competenze e del livello di preparazione adeguati al contesto che, di volta, in volta, si presenta, secondo quanto – peraltro – già oggi prevede MiFID II in relazione alle competenze e all'idoneità del personale addetto alla prestazione del servizio di consulenza.

Si potrebbe valutare l'inserimento, nel corpo della disciplina delle tecniche di comunicazione a distanza, di una disposizione che, fermo il richiamo alle regole discendenti da MiFID II, richieda al *robo advisor*, di valutare, nello specifico, il livello di preparazione e competenza del personale addetto ai vari strumenti di 'interazione immediata', adeguato alla natura e all'articolazione degli stessi.

Di contro, l'imposizione di un requisito 'standard' (come era, in precedenza, l'intervento del promotore finanziario) rischia di essere, in molti casi, eccessivo, e non necessario.

Considerazioni alla luce della disciplina dettata dal Codice del consumo

Come già ricordato, la disciplina delle vendite a distanza di servizi finanziari (con una portata oggettiva che travalica la materia del Tuf) è direttamente incisa dalle disposizioni della Direttiva 2002/65/CE recepita nel Codice del consumo¹⁷⁹.

Anche la Direttiva si pone l'obiettivo di rafforzare la tutela dell'investitore nelle operazioni concluse a distanza e introduce regole particolari in materia di: a) diritto di informazione del consumatore prima della conclusione del contratto; b) diritto di recesso (per il quale il termine viene esteso a 14 giorni, e, in taluni casi, a 30 giorni); c) modalità di pagamento del servizio; d) divieto di fornitura di servizi non richiesti.

La relativa disciplina si applica alla commercializzazione a distanza¹⁸⁰ di servizi finanziari¹⁸¹ ai consumatori, anche quando una delle fasi della commercializzazione comporta la partecipazione, indipendentemente dal suo stato giuridico, di un soggetto diverso dal fornitore (67-*octiesdecies*). Il Codice del consumo, per i contratti conclusi a distanza, prevede, innanzitutto, specifici oneri informativi nei confronti del consumatore.

In particolare, ai sensi dell'art. 67-*quater*, nella fase delle trattative e comunque prima che il consumatore sia vincolato da un contratto a distanza o da un'offerta, gli sono fornite le informazioni riguardanti il fornitore, il servizio finanziario il contratto a distanza e il ricorso. Le informazioni – il cui fine commerciale deve risultare in maniera inequivocabile – devono essere fornite in modo chiaro e comprensibile con qualunque mezzo adeguato alla tecnica di comunicazione a distanza utilizzata, tenendo debitamente conto in particolare dei doveri di correttezza e buona fede nella fase precontrattuale e dei principi che disciplinano la protezione degli incapaci di agire e dei minori. La disciplina specifica il contenuto delle informazioni da fornire relativamente al fornitore (art. 67-*quinquies*), al servizio finanziario (67-*sexies*), al contratto a distanza (67-*septies*) e al ricorso (67-*octies*): oltre a tali informazioni sono applicabili le disposizioni più rigorose previste dalla normativa di settore che disciplina l'offerta del servizio o del prodotto interessato.

In tale contesto, in specie con le modifiche introdotte da MiFID II, non sembra opportuno aggiungere ulteriori elementi a quanto l'investitore già riceve, sul piano dell'informativa, in base alle regole applicabili: la pervasività e la granularità delle regole in materia di informazione precontrattuale introdotte da MiFID II paiono, a riguardo, già sufficientemente strutturate.

179 Per alcune indicazioni sui punti di 'disallineamento' tra la disciplina interna e quella della Direttiva Amoroso-Rabitti Bedogni (2004), p. 150 e ss.

180 Si tratta di qualunque mezzo che, senza la presenza fisica e simultanea del fornitore e del consumatore, possa impiegarsi per la commercializzazione a distanza di un servizio tra le parti (art. 67-*bis*, Codice del Consumo).

181 Si tratta di qualsiasi servizio di natura bancaria, creditizia, di pagamento, di investimento, di assicurazione o di previdenza individuale.

Elemento qualificante della disciplina è il riconoscimento, a favore del consumatore, di uno specifico diritto di recesso¹⁸²: ai sensi dell'art. 67-*duodecies*, il consumatore dispone di un termine di quattordici giorni per recedere dal contratto senza penali e senza dover indicare il motivo¹⁸³.

Il termine durante il quale può essere esercitato il diritto di recesso decorre alternativamente: a) dalla data della conclusione del contratto, tranne nel caso delle assicurazioni sulla vita, per le quali il termine comincia a decorrere dal momento in cui al consumatore è comunicato che il contratto è stato concluso; b) dalla data in cui il consumatore riceve le condizioni contrattuali e le informazioni di cui all'art. 67-*undecies* del Codice del consumo, se tale data è successiva a quella di cui alla lett. a).

L'efficacia dei contratti relativi ai servizi di investimento è sospesa durante la decorrenza del termine previsto per l'esercizio del diritto di recesso.

Con specifico riguardo alla disciplina del Tuf, ha suscitato qualche difficoltà la disarmonia derivante dall'art. 67-*duodecies*, comma 5, Codice del Consumo, in base al quale il diritto di recesso non si applica a talune tipologie di contratti, e segnatamente ai '*servizi finanziari, diversi dal servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento se gli investimenti non sono stati già avviati, il cui prezzo dipende da fluttuazioni del mercato finanziario che il fornitore non è in grado di controllare e che possono aver luogo durante il periodo di recesso*'.

La disposizione fornisce un'elencazione (esemplificativa) di tali 'servizi finanziari', individuandoli in: operazioni di cambio, strumenti del mercato monetario, valori mobiliari, quote di un organismo di investimento collettivo, contratti a termine fermo (*futures*) su strumenti finanziari, compresi gli strumenti equivalenti che si regolano in contanti, contratti a termine su tassi di interesse (*FRA*), contratti *swaps* su tassi d'interesse, su valute o contratti di scambio connessi ad azioni o a indici azionari (*equity swaps*), opzioni per acquistare o vendere qualsiasi strumento sopra previsto.

La disarmonia è rappresentata dal fatto che, in relazione alle operazioni di collocamento di strumenti finanziari, non viene riconosciuto lo *jus poenitendi* quando il collocamento è effettuato mediante tecniche di comunicazione a distanza là dove, di contro, tale diritto è riconosciuto dall'art. 30 Tuf quando il collocamento ha luogo mediante *offerta fuori sede*. Tuttavia, con specifico riguardo ai servizi di *robo advice* queste specifiche previsioni in realtà non rilevano, giacché il servizio non comporta mai, di per sé, l'investimento in uno strumento o in un prodotto finanziario¹⁸⁴.

In base al Codice del consumo, è vietata la fornitura di servizi finanziari al consumatore che non ne ha preliminarmente fatto richiesta, se la fornitura comporta

182 L'art. 67, comma 4-*septiesdecies* Codice del Consumo stabilisce che il contratto è nullo, nel caso in cui il fornitore ostacoli l'esercizio del diritto di recesso da parte del contraente ovvero non rimborsi le somme da questi eventualmente pagate, ovvero violi gli obblighi di informativa precontrattuale in modo da alterare in modo significativo la rappresentazione delle sue caratteristiche. La nullità può essere fatta valere solo dal consumatore e obbliga le parti alla restituzione di quanto ricevuto.

183 Il predetto termine è esteso a trenta giorni per i contratti a distanza aventi per oggetto le assicurazioni sulla vita di cui al d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209, e le operazioni aventi ad oggetto gli schemi pensionistici individuali.

184 Come evidenziato nella Parte I, tuttavia, può accadere che il *robo advisor* abbinati alla consulenza servizi esecutivi.

una domanda di pagamento immediato, o differito. Il consumatore non è tenuto ad alcuna prestazione corrispettiva in caso di fornitura non richiesta: in ogni caso, la mancata risposta non significa consenso. Inoltre, l'utilizzazione da parte di un fornitore di alcune tecniche di comunicazione a distanza richiede il previo consenso del consumatore (si tratta del telefax, e dei sistemi di chiamata senza intervento di un operatore mediante dispositivo automatico). Le altre tecniche di comunicazione a distanza, quando consentono una comunicazione individuale, non sono autorizzate se non è stato ottenuto il consenso del consumatore interessato.

La disciplina della promozione e collocamento a distanza è assortita da specifiche sanzioni¹⁸⁵. Le autorità di vigilanza dei settori bancario, assicurativo, finanziario e della previdenza complementare, ciascuna nel proprio ambito, sono competenti ad accertare le violazioni alle disposizioni di cui si discute, e le relative sanzioni sono irrogate secondo le procedure rispettivamente applicabili in ciascun settore.

Robustezza del quadro normativo attuale alla luce delle prospettive evolutive della consulenza automatizzata: considerazioni conclusive

Il quadro normativo in materia di operatività a distanza, nell'ambito dell'offerta e della prestazione di servizi di investimento, pare, allo stato, sufficientemente strutturato al fine di fornire le opportune forme di tutela agli investitori che utilizzano servizi di *robo advice* nelle loro diverse articolazioni.

Tale conclusione sembra, in primo luogo, supportata dal fatto che il servizio di *robo advice* è, in via generale, assoggettato a tutte le regole di condotta e a tutti i presidi che riguardano, in generale, la prestazione dei servizi di investimento. La pervasività di quest'ultima disciplina, soprattutto alla luce delle novità legislative introdotte con il recepimento della Direttiva MiFID II, sembra pertanto offrire una cornice idonea a disciplinare il fenomeno.

Tuttavia, come già evidenziato nei paragrafi precedenti, le specifiche modalità di prestazione del servizio possono richiedere un'attenta applicazione dei profili maggiormente qualificanti le regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento, necessitate dalle stesse condizioni tecniche nelle quali si instaura e si svolge il rapporto con il cliente-investitore¹⁸⁶.

185 Ai sensi dall'art. 67-*septiesdecies*, salvo che il fatto costituisca reato, il fornitore che contravviene alle norme di cui al Codice del consumo, ovvero che ostacola l'esercizio del diritto di recesso da parte del consumatore, ovvero non rimborsa al consumatore le somme da questi eventualmente pagate, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria, per ciascuna violazione, da euro cinquemila a euro cinquantamila. Nei casi di particolare gravità o di recidiva, i limiti minimo e massimo della sanzione sono raddoppiati.

186 In particolare, assumono particolare pregnanza, nel caso del *robo advice*: le regole in materia di informazione pre-contrattuale, in tutte le sue componenti, ma in particolare con riguardo ai costi del servizio; l'informativa nel corso, e relativa allo svolgimento del rapporto, che deve sempre consentire – in ossequio ai principi generali – all'investitore

Nel contesto di cui sopra, non sembrano però necessari ulteriori o specifiche disposizioni. In particolare, pare anche corretta l'impostazione, ormai risalente, volta a non richiedere, per lo svolgimento di attività 'a distanza', specifiche autorizzazioni o abilitazioni. Anche il venir meno della regola, originariamente prevista, che richiedeva l'intervento di promotori finanziari nel caso in cui il servizio venisse prestato con modalità tali da consentire una 'interazione immediata' tra investitore e intermediario, è da ritenersi una scelta condivisibile, alla luce della strutturale differenza che connota l'operatività a distanza (nella quale si inquadra il *robo advice*), e la vera e propria offerta fuori sede.

La giusta preoccupazione per la 'qualità' del contatto tra intermediario e investitore, nel caso di un'interazione immediata, è oggi – peraltro – presidiata dalle analitiche disposizioni, recate dalle disposizioni della MiFID II, relative alla competenza (e, quindi, alla preparazione professionale) delle persone che prestano i servizi di investimento e, in particolare, il servizio di consulenza per conto dell'intermediario. Il nuovo quadro normativo rende dunque, anche sotto questo profilo, non necessario contemplare, nell'ambito di cui si discute, l'intervento di consulenti abilitati all'offerta fuori sede.

Quanto alle disposizioni del Codice del consumo, di derivazione comunitaria, esse paiono, allo stato, idonee a disciplinare tutti i principali profili che interessano la tutela del 'contraente debole' nella materia di cui si discute. L'analitica ricostruzione delle regole ivi dettate non sembra dunque far emergere, allo stato, specifiche necessità di integrazione del quadro normativo.

4 Profili di *privacy* e *cybersecurity*

Altro tema di fondamentale importanza è il trattamento dei dati personali dei clienti, dal momento che le potenzialità offerte dalla digitalizzazione del flusso informativo e, in particolare, dall'utilizzo di big data, pongono delle sfide e sollevano molteplici criticità connesse a profili sia di *privacy* sia di *cybersecurity*¹⁸⁷.

4.1 Profili di *privacy*

Con riferimento al primo profilo, come sottolineato da Mattasoglio (2017), la centralità della *know your customer rule* (KYC rule), insieme alla disciplina della *product governance* di recente introduzione, lascia emergere il valore del patrimonio informativo a disposizione sia del *manufacturer* impegnato nel *target market assessment* sia del consulente in fase di profilatura del cliente e valutazione di adeguatezza.

di avere piena contezza della natura del servizio svolto; le regole che attengono, in tale prospettiva, alla distinzione tra consulenza indipendente, e non indipendente; le regole in materia di adeguatezza, la cui attuazione è affidata, nel contesto del *robo advice*, a sistemi tendenzialmente automatizzati; la chiara esplicitazione dei limiti e delle assunzioni poste a base della consulenza fornita, che il cliente deve ricevere con modalità tali da consentirne la piena intellegibilità.

187 Sul tema si veda anche Di Porto (2017).

Con riferimento sia al *target market assessment* sia al *suitability assessment*, l'ESMA¹⁸⁸ ha individuato il principio cardine della processo di raccolta ed elaborazione delle informazioni del cliente nella 'proporzionalità' rispetto alla natura del prodotto di investimento, servizio di investimento e mercato di riferimento. Tale principio dovrebbe, dunque, guidare anche l'utilizzo di *big data analytics* da parte di *manufacturer* e *distributor*.

Nella medesima prospettiva muovono il Considerando 4 del Regolamento Europeo in materia di Protezione dei Dati Personali 2016/679, ai sensi del quale un utilizzo dei dati personali dei clienti 'proporzionato' rispetto alla finalità perseguita dovrebbe essere sufficiente a garantire la tutela dei diritti fondamentali¹⁸⁹. Il riconoscimento transfrontaliero dei mezzi di identificazione elettronica previsto dal regolamento eIDAS, inoltre, attenuerà i rischi derivanti dalle tecnologie emergenti e al tempo stesso renderà più semplice il rispetto degli obblighi in materia di adeguata verifica della clientela imposti dalle norme antiriciclaggio e l'autenticazione delle parti in un ambiente digitale (Commissione Europea, 2018).¹⁹⁰

A livello nazionale, è intervenuto peraltro il Garante per la protezione dei dati personali con le Linee guida in materia di riconoscimento biometrico e firma grafometrica, per l'accertamento dell'identità personale e l'accesso ai servizi digitali¹⁹¹, e le Linee guida in materia di trattamento di dati personali per profilazione *online* che richiamano esplicitamente il principio della proporzionalità e la necessità di «raccolgere un numero circoscritto di informazioni (principio di minimizzazione), escludendo l'acquisizione di dati ultronei rispetto a quelli necessari per la finalità perseguita nel caso concreto».

Nonostante la tecnologia consenta, dunque, di processare e utilizzare in maniera integrata molteplici informazioni e dati provenienti anche da fonti diverse dallo strumento di rilevazione esplicitamente previsto per la valutazione di adeguatezza, il quadro normativo esistente appare sufficientemente solido a tutelare la *privacy* dei cittadini.

4.2 Profili di cybersecurity

La *cybersecurity* è un tema fondamentale per gli investitori e assume importanza ancora più marcata in caso di utilizzo degli strumenti automatizzati che, se non sufficientemente protetti, si prestano a manipolazioni o altre violazioni che possono compromettere il servizio prestato, determinando perdite nel patrimonio degli investitori ed esponendo il consulente, oltre a possibili perdite dirette, a rischi di natura reputazionale (contenziosi legali). Anche se il rischio non deriva esclusivamente

188 Si veda ESMA (2018), Orientamenti sugli obblighi di *governance* e ESMA (2018).

189 Il Regolamento UE 679/2016, in vigore dal 25 maggio 2018, prevede, *inter alia*, la figura del Responsabile della protezione dei dati (o DPO - *Data Protection Officer*), l'istituzione del Registro delle attività del trattamento, dove sono descritti i trattamenti effettuati e le procedure di sicurezza adottate e la notifica delle violazioni dei dati personali, i cosiddetti *Data Breach*.

190 Commissione Europea (2018), Comunicazione.

191 Garante per la protezione dei dati personali (2014 e 2015).

dall'automazione, quest'ultima amplifica il danno sulla base del numero di utenti che abbiano ricevuto informazioni falsate dallo strumento, ad esempio perché è stato violato. L'impatto, quindi, potrebbe essere maggiormente significativo rispetto alla consulenza tradizionale.

Le stesse Autorità europee di vigilanza¹⁹² hanno rilevato come la sicurezza informatica costituisca un rischio chiave sia per i consumatori sia per le istituzioni finanziarie, avendo riconosciuto la necessità di rafforzare gli strumenti per la prevenzione delle frodi ai fini del raggiungimento della sicurezza informatica. In qualche caso, l'esposizione dei consumatori ai rischi derivanti dall'uso imperfetto di strumenti automatizzati è stato comunque visto come 'concretamente' bilanciato dall'attuale prevalenza dei modelli ibridi che prevedono ancora l'interazione umana.

Tale problematica è sentita non solo a livello europeo ma anche internazionale, tanto che, in sede IOSCO¹⁹³, alcuni Regolatori hanno specificamente sollevato la questione della sicurezza informatica (oltre che della protezione dei dati sensibili del cliente) come distinta preoccupazione relativa alla vigilanza di fornitori di consulenza automatizzata. Altri hanno espresso apprensione con riguardo all'adeguatezza dei controlli interni o all'integrità operativa.

Nell'aprile 2016, lo IOSCO ha pubblicato un *report* sui rischi della cybersecurity e la necessità di un coordinamento internazionale di sforzi tra i regolatori di settore¹⁹⁴.

Anche se il *report* non è specifico sugli strumenti automatizzati, la sezione 5 descrive i rischi dalla prospettiva di un gestore di fondi. Tra le altre cose, descrive le risultanze di un'ispezione effettuata dall'Autorità di vigilanza statunitense (SEC 'Office of Compliance Inspections and Examinations staff examinations') che ha mostrato come circa tre quarti dei 49 consulenti esaminati riportassero di avere avuto esperienze dirette o indirette di attacchi informatici. Gli attacchi – valutati ad alto o medio rischio – si riferivano in particolare a dati dei clienti, algoritmi proprietari, funzionalità di negoziazione sui mercati e di accesso al sito *internet*/alla posizione personale del cliente. Il report ha anche sottolineato buone prassi per mitigare queste minacce.

Per cercare di mitigare i rischi sopra esposti, a livello europeo la Direttiva 2016/1148/UE ha imposto, a partire dal 10 maggio 2018, a tutti gli operatori, anche nell'ambito dei servizi bancari e finanziari, più stringenti di obblighi di sicurezza della rete e dei sistemi informativi¹⁹⁵.

192 Si veda ESAs Joint Committee (2016), pp. 10 e 13.

193 Sul punto si veda IOSCO (2016), Final Report, pp. 12-13.

194 Il riferimento è a IOSCO (2016), Cyber Security.

195 Così i considerando 12 e 13 della Direttiva (UE) 1148/16: '12. La regolamentazione e la vigilanza nel settore bancario e in quello delle infrastrutture dei mercati finanziari sono altamente armonizzate a livello dell'Unione, mediante l'applicazione del diritto primario e secondario dell'Unione e delle norme sviluppate con le autorità europee di vigilanza. All'interno dell'unione bancaria, l'applicazione e la vigilanza con riguardo a tali obblighi sono assicurate dal meccanismo di vigilanza unico. Per gli Stati membri che non fanno parte dell'Unione bancaria esse sono assicurate dalle pertinenti autorità nazionali di regolamentazione del settore bancario. In altri ambiti della regolamentazione del settore finanziario, il Sistema europeo di vigilanza finanziaria assicura anch'esso un elevato grado di analogia e convergenza nelle pratiche di vigilanza. Anche l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati svolge un ruolo di

L'art. 21 del Regolamento UE 565/2017, inoltre, prevede alcune misure da adottare per la sicurezza informatica: in particolare richiede, alle imprese di investimento, l'istituzione di procedure e sistemi atti a tutelare la sicurezza, l'integrità e la riservatezza delle informazioni, tenendo conto della natura delle stesse.

Dispone altresì la redazione di un'idonea politica di continuità dell'attività che consenta di preservare i dati e le funzioni essenziali e garantisca la continuità dei servizi e delle attività di investimento in caso di interruzione dei sistemi o, qualora ciò non sia possibile, che permetta di recuperare tempestivamente i dati e le funzioni e di riprendere tempestivamente la normale operatività.

vigilanza diretto per taluni soggetti (vale a dire agenzie di rating del credito e repertori di dati sulle negoziazioni). 13. Il rischio operativo rappresenta un elemento cruciale della regolamentazione e vigilanza prudenziali nel settore bancario e in quello delle infrastrutture dei mercati finanziari. Copre tutte le operazioni comprese la sicurezza, l'integrità e la resilienza delle reti e dei sistemi informativi. Gli obblighi riguardo a tali sistemi, che spesso vanno al di là di quelli previsti nell'ambito della presente direttiva, sono stabiliti in vari atti giuridici dell'Unione, comprendenti le norme sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento e le norme sui requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento, comprendenti obblighi in materia di rischio operativo, nonché le norme sui mercati degli strumenti finanziari, comprendenti obblighi sulla valutazione del rischio per le imprese di investimento e per i mercati regolamentati, le norme sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni, comprendenti obblighi in materia di rischio operativo per le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni, e le norme sul miglioramento del regolamento titoli nell'Unione e sui depositari centrali di titoli, comprendenti obblighi in materia di rischio operativo. Inoltre, gli obblighi in materia di notifica di incidenti rientrano nella normale prassi di vigilanza nel settore finanziario e sono spesso inclusi nei manuali di vigilanza. Gli Stati membri dovrebbero prendere in considerazione dette norme e obblighi nell'applicazione della lex specialis.

Riferimenti bibliografici

- ABI – Associazione Bancaria Italiana (2017), Scenario e trend del mercato ICT per il settore bancario, Rapporto ABI Lab
- Agnew, J. e L. Szykman (2005), Asset allocation and information overload: the influence of information display, asset choice, and investor experience, *Journal of behavioral finance* 6(2), pp. 57-70
- Alpa, G. e F. Capriglione (1984), Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Padova, Cedam, p. 338
- Alpa, G. e F. Capriglione (1998), Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Padova, Cedam
- Alpa, G., *a cura di* (1984), I contratti di utilizzazione del computer, Milano, Giuffrè
- Amagliani, R. (2017), La forma del contratto quadro di investimento: la parola alle sezioni unite, in *Nuova Giur. Civ. comm.*, 10, pp. 1363 e ss.
- Amato, C. (2012), Affidamento e responsabilità, Milano, Giuffrè
- Amorosino, S. e C. Rabitti Bedogni, *a cura di* (2004), Manuale di diritto dei mercati finanziari, Milano, Giuffrè
- Annunziata, F. (2015), La disciplina del mercato mobiliare, VIII, Torino, Giappichelli
- ASIC - Australian Securities and Investments Commission (2016), Regulatory Guide 255, Providing digital financial product advice to retail clients
- Atrigna, T. (2012), Commento sub art. 1, co. 5-septies, in Testo Unico della Finanza, Tomo I, *a cura di* M. Fratini e G. Gasparri, Torino, Utet
- Barcellona, M. (2009), Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob, in *Quaderni di Banca borsa tit. cred.*, Milano, pp. 56 e ss.
- Bellezza, M. (2017), Towards an EU-wide strategy on FinTech, in *FiloDiritto*, https://www.filodiritto.com/articoli/pdf/2017/03/towards-an-eu-wide-strategy-on-FinTech.html?_id8=3
- Belotti, A. (2017), Valutazione del rischio e risoluzione del contratto, in *I Contratti*, 2, p. 152
- BEUC - Bureau Européen des Unions de Consommateurs (2017), FinTech: a more competitive and innovative European financial sector, www.beuc.com

- Bevivino, G. (2016), *Affidamenti precontrattuali e regole di responsabilità*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane
- BlackRock (2016), *Presentazione in Atti del seminario LSE del 13 ottobre 16*, Palazzo Mezzanotte, Milano
- Bonazzi, E. e C. Triberti (1985), *Guida ai contratti d'informatica. Contratti di software: licenza d'uso di software, compravendita di software, sviluppo di software*, vol. II, Milano, Unicopli, pp. 207 e ss.
- Bonzanini, L. (1999), *La disciplina del collocamento a distanza di prodotti finanziari*, in *I Contratti*, 5
- Bonzanini, L. (2000), *La normativa di riferimento in materia di «Trading on line»*, in *I Contratti*, 2
- Bouyon, S. (2017), *The Future of Retail Financial Services. What policy mix for a balanced digital transformation?*, CEPS-ECRI, 2017, www.ceps.eu e www.ecri.eu
- Bowersox, D.J. e M.B. Cooper (1992), *Strategic marketing channel management*, McGraw-Hill College
- Bowersox, D.J., D.J. Closs e M.B. Cooper (2002), *Supply chain logistics management*, Mc Graw Hill
- Bravo, F. (2012), *Commercio elettronico*, in *Enc. dir., Annali*, V, Milano, pp. 255 e 260
- Bregante, L. (2003), *La tutela del software*, Torino, Giappichelli, p. 185
- Busch, C. (2016), *The Future of Pre-contractual Information Duties: From Behavioural Insights to Big Data*, in C. Twigg-Flesner (ed.), *Research Handbook on EU Consumer and Contract Law*, Edward Elgar Publishing
- Calisai, F. (2008), *La violazione degli obblighi di comportamento degli intermediari finanziari – il contratto di intermediazione davanti ai giudici, fino alla tanto attesa (o forse no) pronuncia delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, II, pp. 155 e ss.
- Cerulli Associates (2015), *Retail Direct Firms and Digital Advice Providers 2015: Addressing Millennials, the Mass Market and Robo Advice*
- Cian, M. (2011), *L'informazione della prestazione dei servizi di investimento*, in E. Gabrielli – R. Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, 2nd ed., II, Tomo 1, *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno – E. Gabrielli, Torino, pp. 228 e ss.
- Commissione Europea (2017), *A More Competitive and Innovative European Financial Sector*, documento di consultazione
https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-FinTech-consultation-document_en_0.pdf

- Commissione Europea (2018), comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo, Bruxelles, 8.3.2018 COM(2018) 109 final, <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/IT/COM-2018-109-F1-IT-MAIN-PART-1.PDF>
- Commissione Europea (2018), The Digital Economy e Society Index (DESI), <https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/desi>
- CONSOB (anni vari), Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, <http://www.consob.it/web/area-pubblica/report-famiglie>
- CONSOB (anni vari), Risk outlook, <http://www.consob.it/web/area-pubblica/risk-outlook>
- CONSOB, Università degli Studi Roma Tre, Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari – OCF, GfK Eurisko (2017), La relazione consulente-cliente, Addendum al Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane
- Costi, R. e L. Enriques (2004), Il mercato mobiliare, in Trattato di diritto commerciale, vol. VII, diretto da G. Cottino, Padova
- Cox, R. e P. de Goeij, Regulatory Certification, Risk Factor Disclosure and Investor Behavior, 8 novembre 2017, <https://ssrn.com/abstract=2822212> e <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2822212>
- Cuccuru, P. (2017), Blockchain e automazione contrattuale. Riflessioni sugli smart contract, in Nuova giur. civ. comm., 2, p. 115
- D'Angelo, A. (2004), La buona fede, Trattato di diritto privato diretto da M. Bessone, XIII, IV, Giappichelli, p. 307
- de Mari, M. (2008), La consulenza in materia di investimenti: prime valutazioni e problemi applicativi, in Diritto della banca e del mercato finanziario, I, pp. 393 e ss.
- de Mari, M. (2012), Informativa 'post contrattuale' e servizi d'investimento, in Giur. comm., I, pp. 408 e ss.
- de Mari, M. (2015) Product governance e product intervention nella nuova MiFID2: dalle regole di comportamento al controllo sui prodotti finanziari?, in Riv. dir. impresa, pp. 671 e ss.
- de Mari, M. (2018), Diritto delle imprese e dei servizi di investimento, Milano
- De Sanctis, V.M. (2003), Misure tecnologiche di protezione e libere utilizzazioni, in Dir. aut., I, pp. 1 e ss.
- Deloitte (2016), How can FinTech facilitate fund distribution, 2016, www.deloitte.lu

- Di Porto, F. (2017), *La regolazione degli obblighi informativi. Le sfide delle scienze cognitive e dei big data*, Napoli, Editoriale scientifica
- EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority (2017), Occupational Pensions Stakeholder Group (OPSG), Feedback statement to EIOPA Questionnaire on the Consumer Trends Report, May 2017
- Enriques, L. (2003), Servizi di investimento, offerta a distanza e appello al pubblico risparmio mediante Internet, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, pp. 26 e ss.
- ESAs – European Supervisory Authorities – Joint Committee (2015), Discussion Paper on automation in financial advice, JC 2015 080, 4 December 2015
- ESAs – European Supervisory Authorities – Joint Committee (2016), Report on automation in financial advice, JC SC CP FI/2016/24, 3 November 2016
- ESMA – European Securities and Markets Authority (2012), Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID, 2012/387 IT, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-387_it.pdf
- ESMA – European Securities and Markets Authority (2017), Consultation Paper, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, ESMA35-43-748
- ESMA – European Securities and Markets Authority (2017), Final Report, ESMA Guidelines on MiFID II product governance requirements, 2 giugno 2017 (ESMA35-43-620)
- ESMA – European Securities and Markets Authority (2017), Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection topics, 2 April 2017
- ESMA – European Securities and Markets Authority (2018), Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II, 06/11/2018 | ESMA35-43-1163 IT, http://www.consob.it/documents/46180/46181/esma35_43_1163.pdf/0594bad-d-e955-4338-9b41-b3104da0fbf2
- ESMA – European Securities and Markets Authority (2018), Orientamenti sugli obblighi di *governance* dei prodotti ai sensi della MiFID II, 05/02/2018 | ESMA35-43-620 IT, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_guidelines_on_mifid_ii_product_governance_it.pdf
- ESMA – European Securities and Markets Authority (2018), Questions and answers on MIFID 2 and MIFIR investor protection and intermediaries topics, 3 October 2018, ESMA35-43-349
- European House Ambrosetti (2015), *Come generare valore per le banche e per il Sistema Italia attraverso l'innovazione digitale*, http://www.ambrosetticlub.eu/images_club/stories/Lettera_maggio_-_giugno_2015.pdf

- European Parliament (2017), Resolution on FinTech: the influence of technology on the future of the financial sector, 2016/2243(INI)
- Fabre-Magnan, M. (1992), *De l'obligation d'information dans les contrats. Essai d'une theorie*, Paris, LGDJ
- Febbrajo, T. (2008), Violazione delle regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria e nullità del contratto: la decisione delle Sezioni unite, in *Giust. civ.*, 12, I, 2785
- Fein, M.L. (2015), Robo-advisors: a closer look, https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=2658701, pp. 23 e ss.
- Fein, M.L. (2016), FINRA's Report on Robo-Advisors: Fiduciary Implications, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2768295%20, p. 10
- Finametrica (2015), *The Robo Revolution, Robo-advice market commentary and analysis a cura di P. Resnik e S. Erskine*, November
- French, S. e A. Leyshon (2004), The new, new financial system? Towards a conceptualization of financial reintermediation, *Review of International Political Economy*, vol. 11, pp. 263-288
- FSA - Financial Services Authority (2011), *Assessing suitability: Establishing the risk a customer is willing and able to take and making a suitable investment selection*, March 2011
- Gabrielli E. e R. Lener, *a cura di* (2011), *I contratti del mercato finanziario*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, 2° edizione, UTET, Torino
- Gentili, P. (1998), Commento all'art. 32, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, a cura di G. Alpa e F. Capriglione*, Padova, Cedam, p. 338
- Gitti, G., M. Maugeri e M. Notari, *a cura di* (2012), *Commercializzazione a distanza di servizi finanziari*, in *I contratti per l'impresa*, vol II, Banca, mercati, società, Bologna, Il Mulino, p. 220
- Giudici, P. (2014), *Mercato finanziario*, in *Trattato dei contratti* diretto da V. Roppo e A. Benedetti, V, Mercati Regolati, Milano, Giuffrè
- Giudici, P. e G. Polinesi (2018), *Scoring models for robo-advisory platforms: a network approach*, submitted technical
- Guffanti, E. (2011), *Il servizio di consulenza: i confini della fattispecie*, in *Società* pp. 555 e ss.
- Hofacker, C.F. (2001), *Internet marketing*, New York ; Chichester : John Wiley & Sons, c2001
- Hunt, T. (2017), *Crypto currency and property rights*, Russell McVeagh
- IM Guidance Update (2017), <https://www.sec.gov/investment/im-guidance-2017-02.pdf>

- Inzitari, B. (2009), Sanzioni Consob per attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. 'rimodulazioni', in *Giur. it.*, pp. 1693 e ss.
- Inzitari, B. e V. Piccinini (2008), *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova
- IOSCO - International Organization of Securities Commissions (2016), *Cyber Security in Securities Markets – An International Perspective, Report on IOSCO's cyber risk coordination efforts*, FR02/2016
- IOSCO - International Organization of Securities Commissions (2016), *Final Report, Update to the Report on the IOSCO Automated advice tools survey*, FR15/2016, December 2016
- Kaplan, R. e D. Norton (1996), *The Balanced Scorecard: Translating Strategy Into Action*, Boston, HBS press
- Katawetawaraks, C. e C.L. Wang (2011), Online shopper behavior: influences of online shopping decision, *Asian journal of business research*, vol. 1, n. 2
- Koo, D., J. Kim e S. Lee (2008), Personal values as underlying motives of shopping online, *Asia Pacific Journal of Marketing and Logistics* 20(2), pp.156-173
- KPMG (2015), *Mobile Banking 2015: Global trends and their impact on banks*, July 2015
- Laudon, K.C. e C.G. Traver (2009), *E-commerce 2009: Business, Technology, Society*, 5 ed., Pearson
- Lener, R. (2014), La disciplina degli organismi per la tenuta degli albi dei professionisti operanti nel settore bancario, finanziario e assicurativo: un'ipotesi di riorganizzazione normativa, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, p. 27
- Lim, H. e A.J. Dubinsky (2004), Consumers perception of e-shopping characteristics: an expectancy-value approach, *The Journal of services marketing*, vol. 18, 6, pp. 500-513
- Linciano, N. e P. Soccorso (2012), La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario, *Consob, Discussion paper* n. 4
- Linciano, N. e P. Soccorso (2017), FinTech e Regtech: approcci di regolamentazione e di supervisione, in *Paracampo M.T., FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, Giappichelli
- Loewenstein, G. (1988), Frames of Mind in Inter-Temporal Choice, *Management Science* 34(2), pp. 200-214
- Loewenstein, G. e D. Prelec (1991), Negative Time Preferences, *American Economic Review* 81:2(May), pp. 347-352

- Lucantoni, P. (2011), Le regole di condotta degli intermediari finanziari, in I contratti del mercato finanziario, *a cura di* E. Gabrielli e R. Lener, pp. 239 – 278, UTET Giuridica
- Macario, F. e A. Addante, *a cura di* (2014), Outsourcing, in Contratti. Formulario commentato, II, p. 2011
- Maggiolo, M. (2012), Servizi ed attività di investimento – Prestatori e prestazione, in Trattato di diritto civile e commerciale diretto da Cicu-Messineo, Milano
- Maggiolo, M. (2014), Servizio di consulenza in materia di investimenti vs. servizio di ricezione e trasmissione di ordini, in Banca borsa tit. credito, 4
- Marinelli, N. e C. Mazzoli, *a cura di* (2010), The Traditional Approach to Evaluate the Risk Tolerance of Investment Decisions, Palgrave Macmillan, UK
- Mattassoglio, F. (2016), La profilazione dell'investitore nell'era dei big data. I rischi dell'estremizzazione della regola del "know your customer" (The Customer's profiling in the Era of Big Data. The Risks related to the radicalization of the "know your customer"'s role). Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 4/2016 (Suppl), pp. 223-255
- Mazeaud, D. (1999), Loyauté, solidarité, fraternité: la nouvelle devise contractuelle, in L'avenir du droit – Mélanges en hommage à François Terré, Paris
- Mezzacapo, S. (2016), La regolamentazione dell'algorithmic trade nell'UE, in La MIFID 2. Rapporti con la clientela. Regole di governance. Mercati, *a cura di* V. Troiano e R. Motroni, CEDAM
- Moloney, N. (2014), EU Securities and Financial Markets Regulation 3, Oxford University Press
- Natoli, R. (2012), Il contratto 'adeguato'. La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione, Milano, pp. 84 e ss.
- Natoli, R. (2012), Regole di validità e regole di responsabilità tra diritto civile e nuovo diritto dei mercati finanziari, Banca borsa e titoli di credito, Vol. 65 – Fascicolo 2, pp. 141-189
- Nicholson Price II, W. (2017), Regulating Black-Box Medicine, in Michigan Law Review, Volume 116 – Issue 3, pp. 421 e ss.
- Ortino, M. (2005), Il mercato comunitario dei servizi di investimento. Il 'trading on-line', Milano
- Osterwalder, A., Y. Pigneur e C.L. Tucci (2005), Clarifying Business Models: Origins, Present, and Future of the Concept, Communications of the Association for Information Systems: Vol. 16, pp. 1-25, <http://aisel.aisnet.org/cais/vol16/iss1/>
- Panzarini, E. (2017), Un'ordinanza passatista (sulla forma dei contratti del comparto finanziario), in Riv. dir. bancario, pp. 1 e ss.

- Paracampo M.T. (2018), L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra *algo-governance* e nuovi poteri di supervisione, *Rivista di Diritto Bancario*, n. 8, pp. 1-12, http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/m.t._paracampo_ladeguatezza_della_consulenza_finanziaria_automatizzata_2018.pdf
- Paracampo, M.T. (2016), Robo advisor, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno in fieri?, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, pp. 256 e ss.
- Paracampo, M.T. (2019, in corso di pubblicazione), FinTech tra algoritmi, trasparenza e *algo-governance*, relazione tenuta al convegno 'FinTech: opportunità o minaccia per i mercati finanziari?', Roma 16 aprile 2018; la lettura del contributo, in corso di pubblicazione negli atti del convegno, si deve alla cortesia dell'autore
- Parrella, F. (2010), Consulenza in materia di investimenti, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Il Mulino, Bologna, pp. 183 e ss.
- Parrella, F. (2011), Il contratto di consulenza finanziaria, in *I contratti del mercato finanziario*, I, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Milano
- Perrone, A. (2016), *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, Giuffrè
- Perrone, A. (2016), Tanto rumore per nulla? Per un risanamento della disciplina sugli inducements, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2, p. 129.
- Piraino, F. (2015), *La buona fede in senso oggettivo*, Torino, Giappichelli
- Placanica, U. (2003), *E-Finance. Profili giuridici*, Padova
- Porter, M. (1980), *Competitive Strategy*, New York, The Free Press
- Porter, M. (2008), *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, New York, The Free Press
- Prasad, C. e A. Aryasri (2009), Determinants of shopper behavior in e-tailing: an empirical analysis, *Paradigm*, vol. 13, n. 1
- Rabitti Bedogni, C. (1998), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano
- Righini, E. (2012), Commento sub art. 1, in *Commentario T.U.F.*, Tomo I, a cura di F. Vella, Torino, Giappichelli
- Roppo, V. (2008), Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MiFID, in *Rivista di diritto privato*, pp. 485 e ss.
- Sabatini, D. (2012), *La relazione Banca-Investitore: cambiamenti in atto e prospettive future*, intervento al Convegno 'Conoscere l'investitore: la rilevazione della tolleranza al rischio finanziario', Roma, 23 novembre 2012

- Sartori, F. (2004), *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, Giuffrè
- Sbisà, G. (2003), *Profili generali dei contratti di utilizzazione dei computers*, in *I contratti di utilizzazione del computer*, a cura di G. Alpa, Milano, Giuffrè
- Scalisi, V. (1994), *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II
- Sciarrone-Alibrandi, A. (2009), *Il servizio di 'consulenza in materia di investimenti': profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, pp. 383 e ss.
- SCM (2016), *FinTech Folly. The Sense and Sensibilities of UK Robo Advice*, Report by SCM Direct, 2 Eaton Gate, Westminster, London
- Scognamiglio, C. (2012), *Offerta fuori sede di strumenti finanziari e servizi di investimento. Commercializzazione a distanza di servizi finanziari*, in *I contratti per l'impresa*, II. Banca, mercati, società, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, p. 220
- SEC - Securities and Exchange Commission (2017), *Guidance Update, February 2017*, n. 2/2017
- Serrano, A.L. (2016), *Profili generali della tutela del consumatore nei servizi di investimento*, in *La Mifid II. Rapporti con la clientela chiedere all'autore*
- Sfameni, P. e A. Giannelli (2015), *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, Egea
- Spadaro, G. (2007), *Violazione degli obblighi di informazione dell'intermediario finanziario ed annullamento del contratto per vizio del consenso: note a margine di una (discutibile) pronuncia di merito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, pp. 506 e ss.
- Stella Richter, M. jr (2016), *Dalle mobili alle nobili frontiere della consulenza finanziaria*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, pp. 320 e ss.
- Thaler, R.H. (1981), *Some Empirical Evidence on Dynamic Inconsistency*, *Economic Letters* 8, pp. 201-207
- Thaler, R.H. e M.S. Hersh (1981), *An Economic Theory of Self-Control*, *Journal of Political Economy* 89(2), pp. 392-406
- Ticozzi, M. (2007), *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari finanziari*, in *Contratti*, pp. 363 e ss.
- Transatlantic Policy Working Group Fintech (2017), *The Future of RegTech for Regulators. Adopting a Holistic Approach to a Digital Era Regulator*
- Troiano, V. e R. Motroni, a cura di (2016), *La MiFID 2. Rapporti con la clientela. Regole di governance*. Mercati, Padova, Cedam

- Uda, G.M. (2016), L'informazione alla clientela in relazione ai servizi di investimento, in *La Mifid II. Rapporti con la clientela. Regole di governance. Mercati*, a cura di V. Troiano e R. Motroni, Padova, pp. 515 e ss.
- Veil, R. (2012), *European Capital Markets Law2*, Hart Publishing, Oxford
- Walker, R. (2015), *From Big Data to Big Profits: Success with Data and Analytics*, Oxford University Press
- Wang, C.L., L.R. Ye, Y. Zhang, e D.D. Nguyen, (2005), Subscription to fee-based online services: What makes consumer pay for online content? *Journal of Electronic Commerce Research*, vol. 6, no. 4, pp. 301-311
- World Bank (2017), *The Global Findex Database, Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution*, <https://globalfindex.worldbank.org/>
- Zitiello, L. (1998), Offerta fuori sede, promotori finanziari e collocamento a distanza nel reg. Consob n. 11522, in *Le Società*, 10, pp. 1144 e ss.

Quaderni FinTech

- 1** – marzo 2018 **Lo sviluppo del FinTech**
Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale
C. Schena, A. Tanda, C. Arlotta, G. Potenza
- 2** – dicembre 2018 **Il FinTech e l'economia dei dati**
Considerazioni su alcuni profili civilistici e penalistici
Le soluzioni del diritto vigente ai rischi per la clientela e gli operatori
E. Palmerini, G. Aiello, V. Cappelli
G. Morgante, N. Amore, G. Di Vetta, G. Fiorinelli, M. Galli
- 3** – gennaio 2019 **La digitalizzazione della consulenza
in materia di investimenti finanziari**
*Gruppo di lavoro CONSOB, Scuola Superiore Sant'Anna di Pisa, Università Bocconi,-
Università di Pavia, Università di Roma 'Tor Vergata', Università di Verona*