

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2023

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI
(SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, MASSIMO
MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista | dottrina
di Diritto Bancario | e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

La disintermediazione nel servizio di consulenza mifid (robo advice). Il principio della neutralità tecnologica al banco di prova per una finanza sostenibile.

SOMMARIO: 1. Il “*robo advisory*” nel contesto FinTech. Quali regole? - 2. Il tema della disintermediazione (umana) nel servizio di consulenza in materia di investimenti - 3. Il principio della neutralità tecnologica al banco di prova per una finanza sostenibile

1. Il robo advisory nel contesto FinTech. Quali regole?

Il dibattito sull’impiego e sull’impatto della tecnologia in ambito finanziario si è sviluppato parallelamente alla variegata applicazione delle nuove tecnologie in tale settore, ma le nuove direttrici tracciate dal Regolamento (EU) 2019/2088¹ (SFDR) impongono nuove e diverse riflessioni, specialmente al cospetto di un servizio di investimento ad alto valore aggiunto, quale la consulenza in materia di investimenti.

La transizione digitale nel mercato bancario e finanziario ricava nuovi spazi per il diritto quale componente del processo di mutamento, senza ridursi a mero strumento tecnico di attuazione².

Con riferimento all’attività di consulenza è noto l’approdo secondo il quale le imprese che si avvalgono di un *robo* nell’ambito di tale attività di consulenza sono tenute ad attenersi ai principi di carattere generale e a rispettare gli obblighi di informazione del cliente dettati nell’art.24 della Direttiva Mifid II, nonché a procedere alla valutazione dell’idoneità e dell’adeguatezza di cui al successivo art. 25. Tuttavia, tale automatismo può reggere al solo patto di presidiare alcuni fronti, non immediatamente tutelabili attraverso le regole comuni.

¹ Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

² Sul punto interessantissime riflessioni in M. PASSALACQUA (a cura di), “*Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale: studi dedicati a Mauro Giusti*”, CEDAM, 2022. Di limpida ragionevolezza l’affermazione dell’Autrice secondo la quale: “*Il diritto può contribuire a creare un contesto giuridico eventuale che potrebbe non essere, provvedendo a disegnare un mondo che vorrebbe e contribuendo a conformare i possibili scenari della transizione digitale in corso*”.

Questa prospettiva sollecita l'opportunità di procedere ad un'attenta riflessione sul bilanciamento di contrapposti interessi, poiché dal punto di vista dei valori tutelati, si vanno sovrapponendo profili di tutela che coinvolgono, da un lato, l'interesse del consumatore – investitore a vedersi proporre il miglior investimento possibile, una volta ricostruiti con rigore la propria cultura e la propria attitudine finanziaria, attraverso (anche) lo studio del *financial behaviour*, dall'altro quello collettivo di ampliare e standardizzare le informazioni fornite agli investitori sui prodotti finanziari ESG³.

L'indagine deve allora concentrarsi sulle connessioni e sulle possibili interazioni tra il servizio di consulenza in materia di servizi di investimenti privo, del tutto o in parte, della mediazione umana, con le sempre più avvertite esigenze di strutturare un sistema di regole teso ad integrare gli obblighi gravanti sugli intermediari nel quadro (anche) della sostenibilità e della finanza etica.

Nell'affrontare l'analisi occorrerà poi distinguere, tra le regole applicabili al rapporto, quelle riferibili agli obblighi informativi (tendenzialmente valide per tutti gli operatori), da quelle tendenti alla responsabilizzazione degli intermediari (da orientare soggettivamente a seconda di chi debba essere ritenuto responsabile della consulenza a prescindere dalle modalità attraverso le quali sia stata somministrata la raccomandazione).

Già dal 2016 l'organizzazione internazionale delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari (IOSCO) è giunta a suggerire, agli Organismi di Vigilanza nazionali, la creazione di Unità stabili, dedicate al monitoraggio ed alla vigilanza del fenomeno entro le giurisdizioni di competenza⁴.

Il *Robo-advisory*, da annoverare tra le espressioni più rilevanti nell'ambito dei servizi FinTech⁵, è un servizio dedicato alla

³ Il Regolamento Tassonomia (Regolamento UE 2020/852) introduce nell'Unione Europea un sistema di classificazione delle attività economiche sostenibili con l'obiettivo di superare l'assenza di definizioni condivise e favorire così la trasparenza e la comparabilità, da parte degli investitori.

⁴ Il riferimento è al *Committee on the Regulation of Market Intermediaries* dell'IOSCO, che nel luglio 2016 ha licenziato il documento denominato *FR15/2016 Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey* consultabile, in versione integrale, su <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD552.pdf>.

⁵ Davvero notevoli i dati, in termine di crescita, rilevati da Investopedia, updated Annuari 26, 2023, su <https://www.investopedia.com/articles/financial->

pianificazione e alla gestione del patrimonio personale attraverso una piattaforma telematica che, mediante elaborazioni algoritmiche, fornisce, o consente di fornire, nel caso di *Robo4 Advisor*, consigli per la costruzione di un portafoglio di investimento rispondente alle caratteristiche dell'utente⁶.

La peculiarità dell'integrazione robotica applicata al servizio di consulenza, è quella di consentire ai potenziali investitori, attraverso l'elaborazione delle informazioni da questi immesse nelle piattaforma, di ottenere consigli di investimento; ovvero di strutturare e di gestire la creazione di veri e propri portafogli personalizzati direttamente in via telematica, in linea di massima senza l'intermediazione di un consulente tradizionale, fuorché nell'ipotesi del *Robo4advisor*, nella quale l'elaboratore fornisce mero supporto all'agente umano.

L'innesco del rapporto avviene attraverso l'accesso, da parte dell'utente, alla piattaforma. Le fasi successive comprendono un primo approccio col cliente tramite la compilazione di un questionario formulato sulla base di un modello astrattamente *MiFID compliant* che permetta alla piattaforma di classificare il profilo dell'investitore in diverse aree d'interesse, tra le quali spiccano quelle di conoscenza ed esperienza finanziaria, la situazione patrimoniale, gli obiettivi d'investimento anche in relazione all'orizzonte temporale di riferimento e infine il *risk appetite* a cui il cliente aspira date le sue possibilità economiche e del livello di sopportazione del rischio correlato alle operazioni finanziarie.

Al termine della compilazione, il sistema è in grado di elaborare la pianificazione di un portafoglio titoli completo e soddisfacente per il soggetto, prevedendone, nel caso di accesso alla gestione, i ritorni futuri e monitorandone, nel tempo, l'andamento.

advisors/032216/7-top-nonus roboadvisors.asp. Altri dati, sempre riguardanti la crescente influenza del fenomeno su https://www.accenture.com/t20150707T195228_w_/plen/_acnmedia/Accenture/ConversionAssets/DotCom/Documents/Global/PDF/Dualpub_11/Accenture-Future-FintechBanking.pdf.

⁶ La progressiva rilevanza assunta dal fenomeno di c.d. «*automation in financial advice*» è evidenziata anche dall'attenzione allo stesso riservata in sede internazionale. Si rammenta il *Report on the IOSCO Social Media and Automation of Advice Tools Surveys* del luglio 2014, *Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey* del 2016. Sul punto si segnala anche il *Discussion Paper on automation in financial advice* di ESMA, EBA ed EIOPA del dicembre 2015.

I livelli di incidenza del *Robo Advisor* rispetto alla selezione ed all'esecuzione delle scelte operate dall'utente, variano a seconda della piattaforma utilizzata; allo stesso modo possono variare le procedure di "profilatura" del cliente e la tipologia stessa del servizio prestato.

Strutturato il portafoglio, il cliente può infatti decidere di intraprendere due strade distinte: la prima consiste nel prendere atto della consulenza ricevuta e recarsi dal proprio *broker* per procedere in separata sede all'investimento, oppure può decidere di investire direttamente tramite la piattaforma telematica, se il sito web di quest'ultimo lo permette, senza dover prendere contatti con terze parti nell'affare.

In quest'ultimo caso, nel corso dell'investimento il cliente riceverà poi degli *alert* o dei suggerimenti di ribilanciamento da parte del consulente robotizzato che monitora costantemente l'andamento dei titoli e del portafoglio complessivo anche in relazione a variabili macroeconomiche.

In generale si possono distinguere tre generazioni di Robo-advisors: prima generazione o *stand alone Robo-advisors*, seconda generazione o *integrated Robo-advisors* e terza generazione o *cognitive Robo-advisors*.

La prima generazione ha come target direttamente il consumatore finale e gli permette di avere una visione completa del portafoglio, ottenere *financial advices* e ribilanciamento automatico.

La seconda è rivolta non solo ai clienti finali, ma anche ai consulenti già presenti sul mercato, permettendo risparmi di costo nella gestione degli asset e del rapporto cliente e asset manager.

La terza generazione è composta da tutti quei Robot che prevedono una considerazione altamente personalizzata delle esigenze del cliente, rappresentando una versione perfezionata del modello di prima generazione.

Già da quanto brevemente premesso è possibile scorgere l'esistenza di diversi modelli, tutti sussumibili sotto il fenomeno unitariamente definito della "*Robo advice*", che discendono dai diversi approcci metodologici utilizzati dagli operatori e dai diversi livelli di interazione tra utente umano e piattaforma telematica.

Quanto precede appare significativo allorquando occorra, in conformità con il tema di ricerca, enucleare un modello unitario di *Robo advice* da sottoporre all'attenzione dell'interprete al fine di valutarne

l'operatività per scorgerne eventuali elementi di specialità rispetto all'esistente quadro regolamentare in materia di consulenza finanziaria.

Occorre premettere che non risultano adottate specifiche linee guida né normative *ad hoc* tese a promuovere ed a disciplinare l'uso di strumenti finalizzati alla consulenza "automatizzata", venendo in rilievo, anche in ipotesi di utilizzo dei menzionati *tools*, gli indirizzi interpretativi ed applicativi resi in via generale dai *Regulators* in tema di *disclosure*, profilatura della clientela, test di adeguatezza, *record-keeping obligation* ecc.⁷

In realtà IOSCO nel proprio *Report on the Social Media and Automation of Advice Tools Surveys* del luglio 2014, ha avuto il pregio di far emergere alcune criticità, rilevate dai *Regulators*, legate alla prima operatività⁸ degli strumenti di consulenza digitale, e di suggerire prime linee di intervento:

⁷ L'Australian Securities & Investments Commission (ASIC) ha pubblicato, il 30 agosto 2016, una «*Regulatory guide*» in tema di *Providing digital financial product advice to retail clients* in cui sono fornite alcune indicazioni di dettaglio per i providers di *digital advice*.

FCA ha pubblicato, nel marzo 2016, la «*Financial Advice Market Review (FAMR)*» che annovera le nuove tecnologie e i modelli di consulenza automatizzata tra gli strumenti utili ad incentivare lo sviluppo di un mercato della consulenza finanziaria accessibile a tutti gli investitori; l'Autorità inglese ha altresì previsto la costituzione di una *advice unit* dedicata al supporto degli operatori che intendono sviluppare servizi di consulenza automatizzata.

⁸ In particolare, le criticità rilevate dai *Regulators* ed analizzate nel Report IOSCO del 2014 afferiscono i seguenti profili, tutti indagati dal cennato Report:

- *l'uso degli strumenti di consulenza automatizzati viene qualificato come qualcosa di diverso dalla prestazione di un vero e proprio servizio di consulenza (ad esempio quale materiale promozionale)*

- *le informazioni sui clienti utilizzate ai fini delle valutazioni di adeguatezza non sono aggiornate regolarmente*

- *i clienti non forniscono i dati necessari affinché lo strumento automatico possa generare soluzioni di investimento adeguate*

- *i clienti, percependo di aver ricevuto un financial advice, privilegiano acquisti più rischiosi*

- *i conflitti di interesse tra l'intermediario ed i clienti possono inficiare anche gli algoritmi sottesi allo strumento automatico (prevedendo, ad esempio, l'erogazione di raccomandazioni volte a privilegiare i prodotti branded)*

- *l'applicazione delle regole di adeguatezza può essere distorta al fine di poter consigliare prodotti complessi o illiquidi*

- *i controlli interni tesi a sorvegliare l'uso di strumenti di consulenza automatizzati possono mancare o risultare poco significativi*

i) *Best practices per gli intermediari che offrono consulenza attraverso strumenti automatizzati (ad esempio, in tema di adeguatezza)*

ii) *Principi guida per la progettazione di strumenti automatici (integrità IT, registri e archiviazione dei dati, gestione dei potenziali rischi associati all'impiego di strumenti automatizzati e algoritmi di calcolo)*

iii) *Best practices per le Autorità di vigilanza, al fine di agevolare la condivisione delle esperienze in tema di regolamentazione, vigilanza e mappatura dei possibili rischi derivanti dalla diffusione di strumenti automatizzati*⁹.

Nel 2016, a completamento del proprio Report, IOSCO ha rilasciato un nuovo documento¹⁰ nel quale, oltre a constatare il crescente utilizzo delle piattaforme digitali dedicate alla consulenza automatizzata, e ad analizzare il trend di sviluppo per gli anni a venire¹¹, ha suggerito, ai *Regulators*, strategie di intervento, legate all'analisi degli algoritmi utilizzati dai *Robo*, al monitoraggio delle piattaforme (con sanzione immediata degli operatori sleali e/o in conflitto di interessi con terze parti), ed al controllo costante dei presidi di sicurezza informatica (*Cybersecurity*) allo scopo di limitare il rischio di falle di sistema e

•*l'informativa alla clientela sull'utilizzo di strumenti automatizzati può risultare assente o non adeguata.*

⁹ In realtà IOSCO, nel Report di luglio 2014, al quale hanno contribuito 200 intermediari e 21 autorità di vigilanza (provenienti da 20 giurisdizioni diverse, inclusa l'Italia), ha limitato il proprio ambito di indagine alla risoluzione di alcuni quesiti afferenti:

- come vengono usati i *social media*
- come vengono impiegati gli strumenti di consulenza automatizzata
- come le Autorità monitorano l'uso di tali strumenti.

¹⁰ Il Documento, denominato *FR15/2016 Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey* è consultabile, in versione integrale, su <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD552.pdf>.

¹¹ Secondo l'analisi condotta da Aite Aite Group, *Wealth Management Incumbents' Digital Strategies*, Sophie Louvel Schmitt; November 2015; 4., si legge nella parte conclusiva dell'Update: "*le iniziative triplicheranno, passando da \$ 4 miliardi nel 2015 a \$ 12 miliardi entro il 2019.21 Di conseguenza, il continuo sviluppo di strumenti automatizzati di consulenza sugli investimenti merita un monitoraggio costante comprendere il suo impatto sulla fornitura di consulenza sugli investimenti ai clienti al dettaglio.*

conseguente perdita, ovvero manipolazione, delle informazioni versate in piattaforma.

L'esigenza di un efficiente e costante monitoraggio dei fenomeni di innovazione finanziaria, nonché la convergenza nelle prassi di vigilanza e regolamentazione dei diversi Stati membri, è stata avvertita anche da EBA, ESMA e EIOPA nel *Discussion Paper on automation in financial advice* del 4 dicembre 2015. L'apporto è stato teso a:

ricostruire le principali caratteristiche dei *tools* utilizzati nel servizio di consulenza automatizzata;

fornire una valutazione preliminare dei benefici e dei rischi connessi alla diffusione di tale modello di servizio;

illustrare le prospettive di sviluppo di questo segmento di mercato⁸⁸.

Similmente al *Report* dell'IOSCO, anche il DP delle ESAs, nell'effettuare la valutazione preliminare, pone l'accento sui rischi sottesi alla consulenza automatizzata, tracciando il perimetro di spazi di possibile intervento¹².

I temi centrali individuati dagli intermediari e dai *Regulators* si riducono, sul piano normativo, a due quesiti: se possa considerarsi sufficiente (o meno), ai fini della migliore regolamentazione del fenomeno, l'attuale assetto disciplinare in buona parte armonizzato, ovvero se occorra, accanto alla realizzazione di manovre tese a rafforzare e ad affinare l'attività di vigilanza, innovare il tessuto normativo allo scopo di renderlo maggiormente adatto a rispondere alle nuove esigenze di tutela.

¹²I rischi per gli investitori secondo il DP delle ESAs, disponibile in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2015_080_discussion_paper_on_automation_in_financial_advice.pdf, sono rintracciabili .

•*Possibili deficit cognitivi connessi al processo di raccolta ed elaborazione delle informazioni*

•*Ridotte possibilità di chiedere chiarimenti per colmare lacune informative delle piattaforme (anche in merito all'identità del fornitore del servizio responsabile di eventuali illeciti)*

•*Limitata comprensione delle modalità attraverso cui lo strumento utilizza ed elabora le informazioni ricevute e genera consigli personalizzati*

•*Malfunzionamento dello strumento automatico*

•*Errori nelle ipotesi e nelle stime poste alla base dell'algoritmo di riferimento*

•*Possibili violazioni informatiche dello strumento*

•*Scollamento strutturale e temporale tra le fasi di profilatura ed erogazione della raccomandazione e la fase di esecuzione ordini e/o trading.*

Stringendo l'analisi attorno ai centrali, e strumentalmente connessi, profili della valutazione dell'adeguatezza e del *Know Your Customer Rule* nell'ambito della Robo advice, pare opportuno procedere ad una disamina dell'attuale normativa, allo scopo di scorgerne eventuali spazi di inefficienza rispetto alla regolamentazione del fenomeno.

Come è noto, la «consulenza in materia di investimenti» si traduce normativamente nella “prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari” (art. 4 par. 4 Direttiva 2004/39/CE cd. MIFID).

Tale definizione non è stata modificata nell'ambito della Direttiva 2017/65/UE cd. MIFID II la quale, in aggiunta, ha disciplinato la consulenza su base indipendente; tale è quella in cui l'impresa di investimento:

a) valuta una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti e non limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti dall'impresa di investimento stessa, o da entità che hanno con essa stretti legami o da altre entità che hanno con l'impresa di investimento stretti legami o rapporti legali o economici - come un rapporto contrattuale - tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata¹³;

b) non accetta e trattiene onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti.

L'art.1 del TUF, definisce la consulenza come: “la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'intermediario, riguardo ad una o più operazioni

¹³ Articolo 24 par. 7. Si veda in merito il *Considerando* n. 72 della MiFID II che recita “[...] Quando la consulenza è fornita su base indipendente, prima di formulare una raccomandazione personalizzata dovrebbe essere valutata una gamma sufficiente di prodotti offerti da diversi fornitori. Non è tuttavia necessario che il consulente valuti i prodotti di investimento disponibili sul mercato da parte di tutti i fornitori di prodotti o emittenti, ma la gamma di strumenti finanziari non dovrebbe essere limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'impresa di investimento o ogni altra relazione giuridica o economica, quale una relazione contrattuale, talmente stretta da essere potenzialmente in grado di compromettere la base indipendente della consulenza prestata”.

relative a strumenti finanziari. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione”.

L’operatività ha poi consentito di profilare i tratti della c.d. consulenza di base, erogata dagli operatori ai propri clienti in merito a singoli strumenti finanziari inseriti in un apposito catalogo, come attività finalizzata alla valutazione, da parte dell’Intermediario, dell’adeguatezza dei strumenti finanziari rispetto al profilo del cliente. Resta inteso che le raccomandazioni riguardanti informazioni e approfondimenti esclusivamente su determinati prodotti, devono, anche nel caso di consulenza “di base” essere calibrate in funzione del profilo del cliente emergente dalle dichiarazioni dello stesso, ottenute in sede di compilazione del questionario MIFID o che la banca possieda in altro modo.

Accanto a questa forma di servizio base col tempo si è parallelamente affermata un tipo di consulenza maggiormente avanzata; si tratta in questo caso di raccomandazioni che ricevono un compenso esplicito dal cliente tramite una commissione spesso annuale e omnicomprensiva di una serie di costi sostenuti nell’ambito della relazione commerciale tra banca e investitore, con la quale lo stesso riconosce all’operatore il valore aggiunto dei consigli espressi perché più personalizzati e riguardanti non più singoli strumenti finanziari ma l’intero portafoglio titoli del cliente.

La definizione dell’attività di consulenza non è stata, dunque, intaccata dalla Direttiva 2017/65/UE c.d. MiFID II la quale, invece, ha avuto il merito di riconoscere formalmente, e per tale via valorizzare, il servizio di consulenza prestato su base indipendente. Al riconoscimento è corrisposto il relativo statuto normativo.

Il valore aggiunto di tale servizio è evidente, in quanto permette di mettere a punto una strategia di investimento complessiva e di monitorarne l’andamento nel tempo anche dopo la vendita, concentrando quindi l’attenzione su una pluralità di strumenti diversificati in termini di rischio e orizzonte temporale.

Completano il quadro normativo in tema di consulenza le norme, di rango regolamentare, riferite alle regole di condotta cui soggiacciono gli intermediari nell’esercizio dell’attività consulenziale loro riservata.

La collocazione del fenomeno della *Robo advice* all'interno del contesto normativo e regolamentare vigente, risulta dipendente dal grado di "personalizzazione" della consulenza prestata dal Robot.

In altri termini, qualora l'algoritmo utilizzato dalla piattaforma presenti, in concreto, caratteristiche tali da consentire l'elaborazione delle informazioni ricevute dall'utente, ovvero reperite dal sistema, in modo tale da strutturare una raccomandazione effettivamente acconcia alla profilatura dell'investitore, la *Robo advice* potrebbe configurare l'effettuazione di una consulenza MiFID ancorché "di base", con applicazione della correlata disciplina.

Diversamente, qualora cioè la raccomandazione (*rectius* l'informazione) somministrata dal Robot risulti standardizzata, seppur latamente riferibile al profilo dell'utente (ma non personalizzata), potrebbero vedere l'applicazione, come esamineremo *infra*, nell'esigenza di evitare profili di deregolamentazione, altre forme di tutela dell'investitore rinvenibili nel T.U.F. quali a titolo esemplificativo l'art. 101 in materia di annunci pubblicitari, ovvero il compendio di norma di rango regolamentare poste a presidio della corretta informazione al pubblico.

Il riferimento compiuto dall'art. 1 del T.U.F. alla "personalizzazione" quale elemento caratterizzante l'attività riservata di consulenza, d'altro lato, non deve risultare ostativo rispetto al fatto che, almeno in potenza, una simile consulenza possa essere rilasciata da un Robot (e che possa e che debba dunque risultare assoggettata alla correlata disciplina); e ciò in quanto la norma, lungi dal precludere tale attività ad operatori telematici, si riferisce senz'altro alle caratteristiche della raccomandazione somministrata dal consulente, intesa quest'ultima come risultato di un processo di elaborazione cognitiva, con ogni probabilità replicabile dal Robot attraverso algoritmi di grado avanzato.

D'altronde occorre considerare che il servizio di consulenza finanziaria automatizzata si rivolge maggiormente ad utenti che operano abitualmente sul Web e che intravedono nella consulenza automatizzata, nelle varie forme in cui essa si declina, una implementazione, quasi naturale, della rosa dei servizi già offerti dalla rete.

Seppur facilitati nelle modalità di approccio alla piattaforma telematica, detti utenti trovano nelle comuni regole di condotta gravanti

sugli intermediari, un argine al cospetto di condotte potenzialmente abusive da parte degli operatori.

Gli intermediari, in funzione della classificazione della clientela e dei servizi prestati, hanno l'obbligo di attuare precise procedure tese all'acquisizioni di informazioni sui clienti, allo scopo di tratteggiarne una profilatura secondo informazioni acquisite mediante modelli standardizzati. Tra le regole generali di condotta degli intermediari, previste dalla direttiva MiFID, trovano applicazione, al momento della prestazione dei servizi di investimento, norme che comportano, a seconda della modularità dei servizi, l'obbligo di "valutazione di adeguatezza" o "valutazione di appropriatezza" ovvero "nessun obbligo di valutazione" (c.d. servizi *execution only*). Le procedure di valutazione, secondo gli standards di adeguatezza e di appropriatezza, hanno diverse caratteristiche ed un perimetro di applicazione diverso a seconda del servizio prestato e della categoria di investitori ai quali detti servizi sono offerti.

Ne consegue che quando l'intermediario effettua servizi ad alto valore aggiunto come la consulenza in materia di investimenti, il livello di approfondimento di conoscenza del cliente, ed il conseguenziale livello di tutela, debbono essere superiore rispetto agli altri servizi. Infatti l'intermediario deve disporre e ottenere delle informazioni necessarie in merito alle conoscenze e esperienze del cliente o potenziale cliente in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento, per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o potenziale. Per tale servizio, al pari della gestione del portafoglio di investimento, è previsto il massimo di tutela dell'investitore rappresentato dal questionario di adeguatezza.

In definitiva la disciplina vigente¹⁴, avendo rafforzato ulteriormente i presidi di tutela per gli investitori, in particolare attraverso la previsione di misure di *product governance* e poteri di *product intervention*, nonché attraverso l'introduzione della consulenza

¹⁴ La disciplina recata dalla Direttiva 2004/39/CE è stata, dunque, in parte trasfusa nella direttiva 2014/65/UE (cd. MiFID II), recepita dal nostro Ordinamento mediante il Decreto Legislativo 3 Agosto 2017, N. 129 e in parte sostituita dal regolamento (UE) n. 600/2014 (cd. MiFIR). Con successivi atti - direttiva 2016/1034/UE e regolamento (UE) 2016/1033 in applicazione dal 3 gennaio 2018.

indipendente e la riduzione dell'ambito di applicazione dell'*execution only*, impedisce che l'intermediario possa svolgere attività di consulenza personalizzata, e ciò anche nelle forme di *robo-advice*, senza una previa specifica e approfondita conoscenza del cliente.

Tuttavia, nel caso di consulenza generalizzata, pertanto non suscettibile sotto la fattispecie dell'attività riservata, valgono regole diverse, che, poste in ogni caso a presidio degli interessi dell'investitore, configurano un argine di grado deteriore, vista la diversa natura del servizio¹⁵.

Possono allora delinearci tre tipi di consulenza, ancorché declinate nelle forme della *Robo advice*: quella specifica, personalizzata e relativa a un determinato strumento finanziario e ad una operazione ben contestualizzata; quella generica, avente ad oggetto una tipologia di strumento finanziario, anziché uno specifico strumento finanziario; ed una consulenza di carattere generale, che può riguardare un singolo strumento finanziario e una singola operazione, ma è destinata alla diffusione tramite canali di distribuzione o alla comunicazione a un vasto pubblico.

Delle tre tipologie solo la consulenza del primo tipo è servizio d'investimento principale ai sensi della MiFID.

L'attività di consulenza che si traduca nel consiglio circa l'acquisto di una tipologia di strumento finanziario è considerata servizio accessorio, mentre la consulenza non personalizzata riguardante un singolo strumento finanziario, pur essendo indicata come consulenza generica, può essere considerata alla stregua di una mera attività promozionale.

L'attività di consulenza generica è quindi collocata in quell'attività di pre-vendita, promozione, contatto col cliente preparatoria alla prestazione del servizio d'investimento vero e proprio; oppure anche

¹⁵ Il considerando n. 81 della Direttiva 2006/73/CE prevede che: “una consulenza generica in merito ad un tipo di strumento finanziario non è una consulenza in materia di investimenti ai fini della direttiva 2004/39/CE, in quanto la presente direttiva specifica che, ai fini della direttiva 2004/39/CE, la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza in merito a determinati strumenti finanziari. Tuttavia se l'impresa di investimento fornisce una consulenza generica ad un cliente in merito ad un tipo di strumento finanziario che essa presente come adatto per tale cliente (...) e tale consulenza non è in realtà adeguata per tale cliente (...) è probabile che tale impresa violi l'art. 19, paragrafo 1 o 2 della Direttiva 2004/39/CE”.

nel corso della prestazione del servizio d'investimento, compresa la stessa consulenza specifica, ma questo solo fatto non ne elimina la natura di consulenza generica. Non siamo quindi nell'ambito del servizio d'investimento, quanto al cospetto di un'attività preparatoria all'acquisizione del cliente o alla prestazione del servizio. Nel caso poi il servizio d'investimento sia effettivamente prestato, allora anche questa attività preparatoria rientra nel servizio d'investimento; qualora invece il servizio d'investimento o lo strumento o prodotto non vengano collocati, non si avrà la prestazione di alcun servizio d'investimento¹⁶.

Il distinguo che precede non è di poco conto, atteso che, almeno attualmente, la maggior parte dei *Robo* si presenta al pubblico come esercitante attività di mera consulenza generica.

Data le peculiarità del *Robo advice*, l'orientamento degli studiosi è stato, da subito, ad esaminare la concreta operatività delle richiamate regole di condotta, una volta calate nell'ambito di attività che si caratterizzano per l'interazione tra l'investitore ed un interlocutore non fisico, le cui modalità di approccio variano a seconda del grado di personalizzazione del servizio e della tipologia del modello di *Robo-Advisor* in concreto applicato.

2. Il tema della disintermediazione (umana) nel servizio di consulenza in materia di investimenti

Come noto la Direttiva MiFID II, all'articolo 25, implementa l'obbligo di informarsi gravante sull'intermediario disponendo che, nel caso di consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio: *“l'impresa di investimento debba ottenere le informazioni necessarie in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente o potenziale cliente in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di tale persona di sostenere perdite e ai suoi obiettivi di investimento, inclusa*

¹⁶ Il successivo Considerando, n.82 della MiFID I, prevedeva che *“gli atti compiuti dall'impresa che siano preparatori alla prestazione di un servizio d'investimento o allo svolgimento di un'attività d'investimento devono essere considerati come parte integrante di tale servizio o attività. Tra tali atti rientra ad esempio la prestazione di consulenza generica da parte dell'impresa d'investimento a clienti o potenziali clienti prima o nel corso della prestazione di consulenza in materia di investimenti o di qualsiasi altro servizio o attività d'investimento.”*

la sua tolleranza al rischio, per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati al cliente o al potenziale cliente e siano in particolare adeguati in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite. [...]”.

Altrettanto noto è l’approdo secondo il quale le imprese che si avvalgono di *un robo advice* sono tenute ad attenersi ai principi di carattere generale e a rispettare gli obblighi di informazione del cliente dettati nell’art.24 della Direttiva Mifid II, nonché a procedere alla valutazione dell’idoneità e dell’adeguatezza di cui al successivo art. 25.

Nel caso di *robo-advice* puro, a causa della sua peculiarità che è data dall’assenza dell’interazione umana diretta, l’acquisizione delle informazioni personali in applicazione della *know your customer rule* comporta il rischio che questa venga compromessa poiché si basa sul semplice affidamento dell’intermediario su di un questionario compilato online dal cliente.

Il rischio dell’acquisizione di informazioni insufficienti, non veritiere o dell’uso parziale o scorretto di queste richiede una doppia verifica: non solo quali informazioni vengono assunte e come, ma anche in che considerazione esse vengono tenute nell’individuazione del prodotto adatto al cliente nella fase successiva.

Dunque la gravità dei rischi legati al formulario iniziale dipende naturalmente da come esso è impostato, ma la natura scritta del medesimo e l’assenza di interazione umana non costituiscono a priori un ostacolo alla corretta acquisizione dei dati, posto che il questionario MiFID compare sempre in forma scritta anche nei servizi prestati in forma tradizionale.

Peraltro in relazione a tale questionario, l’evidenza empirica ha dimostrato che lo strumento fino ad ora utilizzato per indagare le caratteristiche del cliente è un modello con scarsa capacità di indagine sul reale profilo di rischio del cliente; per tale ragione MiFID II, nel tentativo di rimediare a tale carenza, impone ora un tipo di questionario con un approccio di tipo “*financial behavior*” per catturare le reali attitudini e conoscenze finanziarie del cliente¹⁷.

¹⁷ Sul punto anche R.LENER nel “Commentario del Codice Civile” nella parte “*Dei singoli contratti Leggi Collegate - Vol. III*”, diretto da Gabrielli E, Utet Ed, Torino, 2020, dal titolo “*Robo - Advisor*”.

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.

La MIFID II, nel perseguire le medesime finalità, è intervenuta anche essa sugli obblighi informativi dei prestatori dei servizi d'investimento nei confronti dei loro clienti.

Oltre agli aspetti pertinenti la *Know your customer rule* e la *Suitability rule*, la normativa europea e quella nazionale di recepimento hanno disciplinato nel dettaglio gli obblighi informativi degli intermediari abilitati, distinguendoli in relazione al momento di svolgimento della relazione con il cliente / potenziale cliente e graduandoli in relazione alla qualificazione di quest'ultimo quale cliente professionale, controparte qualificata o cliente al dettaglio e in relazione al servizio d'investimento prestato.

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

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

La prima riguarda i presidi normativi tesi ad 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.

Tale indagine deve essere condotta a partire dagli elementi descrittivi esteriori del servizio, fino a scendere nelle concrete modalità di attuazione della consulenza attraverso l'esame: della raccolta e dell'elaborazione delle informazioni ricevute, qualità e capacità dell'algoritmo all'atto di selezionare le opzioni probabili (*output*), risultato del processo.

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

rapidità del processo. La questione inerisce la fase precontrattuale della relazione con il potenziale cliente, e segnatamente riguarda la fase pubblicitaria / promozionale dell'attività.

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-advice*, un'adeguata comprensione dell'attività, dei potenziali rischi, dei diritti e degli obblighi nei confronti dell'*advisor*, e ciò pur in assenza o con limitate interazioni umane; in questo caso ad essere interessate sono tutte le fasi della relazione tra l'*advisor* 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 .

I temi di cui sopra presuppongono una chiara delimitazione dei confini del “servizio di consulenza in materia di investimenti” quando una o più fasi della stessa sono automatizzate. Se come evidenziato nelle pagine che precedono il discrimine è rappresentato dalla personalizzazione della raccomandazione, oltre che dall'oggetto della stessa, qualora il *robo-advisor* fosse in grado di elaborare le informazioni ricevute in modo da strutturare una raccomandazione adeguata alla profilatura del cliente, a lui veicolandola come tale, il *robo-advice* configurerebbe una consulenza in materia di investimenti, eventualmente “di base”. Diversamente ove la raccomandazione veicolata dal *robo-advisor* dovesse risultare standardizzata o non propriamente personalizzata anche se latamente riferibile al profilo dell'investitore.

Con riferimento al primo tema, appare rilevante anche la qualifica del prestatore dell'attività di *robo-advice*, *recte* l'essere o meno lo stesso un soggetto abilitato alla prestazione di servizi d'investimento - anche diversi dalla consulenza in materia di investimenti - o un consulente finanziario (autonomo). Infatti, nel caso in cui l'attività di consulenza automatizzata sia riconducibile ad un soggetto abilitato o a un consulente finanziario questi è tenuto ad osservare le prescrizioni della normativa speciale in materia di trasparenza.

Tali disposizioni prevedono che siano fornite a tutti i clienti, indipendentemente dalla loro qualifica, informazioni appropriate a comprendere la natura del servizio d'investimento e del tipo specifico

di strumenti finanziari interessati nonché i rischi ad essi connessi affinché i clienti possano prendere decisioni consapevoli di investimento; le stese stabiliscono che tali informazioni debbano 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 ed oneri connessi .

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

Con ogni probabilità la corretta misurazione del fenomeno dovrà passare per lo studio dell'algoritmo utilizzato dagli operatori, allo scopo di tracciare un contenuto minimo di variabili adatte alla personalizzazione della consulenza, affinché, ove ne ricorrano i presupposti, l'attività possa essere assoggettata alla relativa disciplina.

Poiché tali conseguenze potrebbero valere anche per la consulenza finanziaria automatizzata, ne consegue che il soggetto che si serve del *robo advisor* per prestare la consulenza automatizzata potrebbe esser tenuto a rispondere direttamente nei confronti del cliente dei danni subiti da quest'ultimo, anche nel caso in cui si accertino difetti di profilatura derivanti da malfunzionamenti del software: è il principio della c.d. "neutralità tecnologica", in ossequio al quale la responsabilità dell'intermediario deve essere ricostruita alla stregua delle regole di condotta che si applicano a prescindere dalla frapposizione dello strumento tecnologico.

Ciò discende dall'art. 54, comma 1 del Regolamento delegato (UE) 2017/565, ai sensi del quale *"quando i servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio sono prestati totalmente o in parte attraverso un sistema automatizzato o semiautomatizzato, la responsabilità di eseguire la valutazione dell'idoneità compete all'impresa di investimento che presta il servizio e non è ridotta dal fatto di utilizzare un sistema elettronico per formulare la raccomandazione personalizzata o la decisione di negoziazione"*.

La responsabilità diretta dell'intermediario nei confronti dell'investitore sussiste dunque sia nel caso in cui il prestatore del

servizio abbia sviluppato *in house* l'algoritmo, sia nel caso in cui utilizzi un algoritmo acquistato da un soggetto terzo.

Infatti, secondo l'art. 31, comma 1 del Regolamento delegato (UE) 2017/565: “*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*”.

Le anomalie potrebbero condurre l'utente a concludere investimenti che altrimenti non avrebbe eseguito se adeguatamente informato o avvisato dal software perfettamente funzionante o correttamente utilizzato. Le disposizioni contenute nell'articolo 25 di MiFID II, rivolgendosi alle società che offrono consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio, risultano centrali per una corretta esecuzione del servizio di *robo-Advice*; sempre che la consulenza automatizzata in concreto prestata sia effettivamente suscettibile, per il grado di effettiva personalizzazione della raccomandazione, e per le modalità attraverso le quali tale consulenza si esplica, sotto il modello della consulenza personalizzata.

In tal caso, le regole di condotta obbligano gli operatori che effettuano che prestano consulenza personalizzata, ad effettuare il “*suitability assessment*”, ovvero la valutazione dell'idoneità del portafoglio offerto al cliente, prima di fornire qualsiasi consiglio finanziario o servizi di asset management¹⁸.

Nella cornice normativa brevemente delineata, si inserisce il Regolamento (EU) 2019/2088¹⁹, che stabilisce regole armonizzate su

¹⁸ Per compiuta disamina PARACAMPO, *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA*, cit., 5. I rischi legati a una consulenza inadeguata sono stati evidenziati sia nel *report* delle ESAs (cfr. *Final Report on automation financial advice*, sub 180), sia nel sondaggio della IOSCO (cfr. *Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey. Final Report*, sub 176).

¹⁹ Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, in GUUE L317/1 del 9.12.2019. Il regolamento è importante perché contiene una definizione di “investimento sostenibile” (art. 2, 17) e perché impone norme comuni a diverse categorie di operatori finanziari sulla divulgazione di informazioni sui temi di sostenibilità.

Gli operatori e i consulenti finanziari devono comunicare dati su come tengono in considerazione i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) a due livelli: 1) nei processi che seguono per prendere le decisioni d'investimento e 2) in tutti i prodotti finanziari che vendono sui mercati dell'Unione Europea.

come i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari dovrebbero integrare i rischi e le opportunità ambientali, sociali o di governance nei loro processi decisionali²⁰ come parte del loro dovere di agire nel migliore interesse dei clienti²¹.

3. *Il principio della neutralità tecnologica al banco di prova per una finanza sostenibile*

Le considerazioni che precedono, valide a prescindere dalla presenza o meno dell'interazione umana nell'ambito della consulenza, suggeriscono, nel caso di *Robo Advice*, un'attenta analisi dei temi legati alla gestione ed alla elaborazione dei dati incamerati dalla piattaforma.

L'assunto secondo il quale nella ipotesi di consulenza digitale personalizzata "MiFID", nelle sue varie ed eterogenee declinazioni, possano valere le medesime regole applicabili alla consulenza tradizionale, può reggere a patto di rendere sorvegliabili le concrete modalità di funzionamento dell'algoritmo utilizzato dal robot nei vari livelli dell'interlocuzione con l'utente, di fornire una corretta informativa riguardo la circostanza che la raccomandazione è generata dalla IA e di presidiare alcuni fronti, forse non immediatamente tutelabili attraverso le regole comuni²². Sullo sfondo è poi sempre necessario valutare l'effettiva personalizzazione della consulenza, quale pre-requisito necessario per poter ostentare, nei confronti del pubblico, la prestazione di una consulenza MiFID da parte dell'operatore.

Ciò detto, nell'ambito di una più ampia rilettura della regolamentazione finanziaria, sempre più ispirata alle finalità di incentivare il perseguimento degli obiettivi legati ad uno sviluppo sostenibile ed all'accrescimento della cultura finanziaria, il principio della "neutralità tecnologica" deve compenetrarsi con le esigenze specifiche scandite da un contesto in evoluzione.

²⁰ Sul punto si veda F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza e sostenibilità economica*, in *Riv. elettronica di Diritto, Economia, Management*, 2,2020.

²¹ Per approfonditi spunti Cfr. R. LENER- P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2023.

²² Su questi temi R. LENER N. LINCIAO, P. SOCCORSO, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti*, *Quaderno fintech Consob*, n. 3, 2019.

Tenuto conto della funzione alla quale dovrebbero tendere i *roboadvice*, ovvero: “*ad un tentativo di democratizzazione del servizio di consulenza, sorretto dal duplice obiettivo di ampliarne la platea dei destinatari e di favorire l’inclusione finanziaria di soggetti considerati unbanked*”²³, occorrerà mantenere un approccio positivo alla regolamentazione del settore,²⁴ mediante proposte che possano assicurare l’applicazione delle norme in tema di informazione e protezione del consumatore²⁵, anche a fini della più spendibile educazione finanziaria.

In tal senso l’attività di consulenza, tanto più se privata del rassicurante elemento legato dell’interazione umana, ha un ruolo fondamentale, trattandosi del servizio di investimento a più alta potenzialità “indirizzatoria”.

Come già affermato *supra* in tema di regolamentazione, seppur non si renda indispensabile l’emanazione di normative specifiche per regolare il fenomeno, si ravvisa comunque l’utilità di strumenti in grado di guidare gli operatori nella predisposizione di un assetto dei servizi

²³ Cfr. M.T. PARACAMPO, *La consulenza finanziaria automatizzata, in Fintech, cit.*, 129. L’Autore rimanda all’ *European Savings and Retail Banking Group, response to ESA Discussion Paper automation in Financial Advice- JC 2015,080*. L’Esbg conferma e ribadisce tale funzione in *ESBG’s reflections on the Commission FinTech Action Plan*, 22 giugno 2018, pag. 8 ove si sottolinea che “*AI and machine learning can increase accessibility to new segments of customers because it provides a better picture of the user’s needs. For instance, the use of AI in a robo-advisor model helps to reach younger customers with simple needs, or with small accounts that want to start to invest. In addition, from a cost efficiency perspective, it allows for a reduction of operational costs once the initial developments are amortized*”.

²⁴ Cfr. La consultazione pubblica, conclusasi nel mese di giugno 2017 “*FinTech: a more competitive and innovative European financial sector*”, reperibile sul sito istituzionale www.ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/fintech_en.

²⁵ Se sul versante europeo il dibattito appare quindi alle battute iniziali possiamo apprezzare come oltreoceano la riflessione sia più avanzata e si stiano sperimentando i primi strumenti per una regolamentazione di tali servizi", spiegano gli esperti. In proposito, la Securities and Exchange Commission (SEC) ha recentemente emanato delle linee guida che si concentrano proprio sul tema delle *disclosure* nella consulenza finanziaria automatizzata. I fornitori di servizi di *robo-advising* sono tenuti a fornire ai consumatori informazioni: 1) sulla circostanza che la consulenza viene effettuata attraverso l’utilizzo di algoritmi; 2) sulle modalità di utilizzo dei dati dei clienti nel meccanismo decisionale e; 3) sui rischi connessi all’utilizzo di tali sistemi nell’ambito della consulenza finanziaria.

proposti nell’ottica della sostenibilità finanziaria, dell’incoraggiamento, rivolto al consumatore – investitore, ad assumere comportamenti consapevoli e, per ciò stesso, a realizzare le condizioni per una maggiore diffusione della cultura finanziaria²⁶.

Richiamando quanto sopra detto in ordine ai diversi modelli di *Robo Advice*, e dunque del diverso grado di “pervasività” che può essere raggiunto da tali strumenti²⁷, sul piano operativo la raccomandazione non potrà che scaturire da una profilazione maggiormente specifica e dettagliata, con necessità di raccogliere dati su precedenti investimenti effettuati dal richiedente, in modo da poterne ricostruire, partendo da dati empirici, il grado di esperienza e la tollerabilità del rischio, sempre nell’ottica della fornitura del servizio più virtuoso (e non anche, per forza, del migliore in termini di risultato)²⁸.

Anche questa prospettiva sollecita la necessità di procedere ad un’attenta riflessione sul bilanciamento di contrapposti interessi, poiché dal punto di vista dei valori tutelati, si vanno sovrapponendo profili di tutela che coinvolgono, da un lato, l’interesse del consumatore – investitore a vedersi proporre il miglior investimento possibile e, dall’altro, quello dello stesso a veder ricostruiti con rigore la propria cultura e la propria attitudine finanziaria, attraverso (anche) lo studio del *financial behaviour*. Se è vero che tale contrapposizione emerge con forza anche nella consulenza personalizzata intermediata da un operato

²⁶ L’UE ha già compiuto progressi significativi verso un mercato dei servizi finanziari al dettaglio competitivo e sicuro a livello dell’Unione : tra di essi possono essere annoverati il diritto di accesso a livello UE a conti bancari di base, l’agevolazione della distribuzione transfrontaliera di assicurazioni e credito ipotecario, la protezione dei diritti dei consumatori nei contratti di credito al consumo e il miglioramento delle norme a tutela dei consumatori per investimenti in valori mobiliari, credito ipotecario e assicurazione.

Tuttavia molte di tali misure giuridiche sono piuttosto recenti, per cui non hanno ancora prodotto i loro pieni effetti. Il settore dei servizi finanziari è inoltre soggetto alle norme generali dell’UE in materia di tutela dei consumatori, che garantiscono un livello elevato di tutela dei consumatori in tutti i settori, in particolare in assenza di disposizioni specifiche di settore. Molte di tali norme sono in corso di valutazione nell’ambito del Programma di controllo dell’adeguatezza e dell’efficacia della regolamentazione (REFIT) della Commissione.

²⁷ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, 21 ss.; *cit.*, 156.

²⁸ Sul punto R. LENER, *Intelligenza Artificiale e interazione umana nel robo-advice*, Riv.Trim.dir.ec., supplemento 3,2021.

umano, è anche vero che la sterilità dell'interazione con la piattaforma, può ingenerare un maggior rischio di *too fast click decision*²⁹.

Come in altri settori di regolamentazione dovremmo, allora, auspicare che la necessaria concorrenza tra operatori inneschi un processo virtuoso e che non porti, invece, ad una pericolosissima *race to the bottom*: strada che non occorre percorrere, e che apparirebbe in contrasto anche rispetto all'impianto normativo delimitato dalla direttiva Mifid II, è quella della ricerca del prezzo sempre più basso che potrebbe condurre verso un deterioramento tanto della qualità dei servizi, quanto dei prodotti, e ciò anche in relazione al pericolo di ridurre i costi investimenti tesi a garantire il presidio dei *big data* incamerati dalle piattaforme³⁰.

²⁹ F. MATTASSOGLIO, *La profilazione dell'investitore op. cit.*, 233. Per questa ragione, l'ESMA invita le imprese che operano nel settore finanziario utilizzando lo strumento della consulenza tramite *Robo Advisor* a prevedere l'affiancamento di un "supporto umano" ai clienti per orientarsi meglio nella gestione automatizzata delle attività. Per sviluppare un tipo di servizio efficiente e orientato alle esigenze dei clienti le imprese sono tenute a raccogliere informazioni "aggiuntive" sulle preferenze circa i fattori ambientali e sociali, oltre che di governance. Si tratta di una prassi corretta che serve a stabilire un rapporto di fiducia con i clienti, al di là dell'automazione, che è comunque un processo da appoggiare e sostenere nel lungo termine. Ogni cliente ha necessità di sapere, ad esempio, in che modo vengono utilizzate le informazioni e i dati raccolti dall'impresa finanziaria, oppure gli esiti dei questionari compilati online e delle modalità di aggiornamento dei dati. Per una riflessione più ampia in termini di interferenza tra protezione dei dati individuali, trasparenza e informazioni necessarie per una scelta consapevole del consumatore, cfr. A. PEZZOLI, "With a little help of my friends": quale politica della concorrenza per l'economia digitale, in *Economia Italiana*, Le sfide dell'economia digitale, 1, 2019, 13 ss., Cfr. sul tema anche C. BUZZACCHI, *Tecnologia e protezione dei dati personali nella società dei big data. Problemi di profilazione e di garanzia della sicurezza pubblica*, in F. PIZZOLATO, P. COSTA. (a cura di), *Sicurezza e tecnologia*, Milano, 2017, 69.

³⁰ Il corretto equilibrio per assicurare un bilanciamento degli interessi potrebbe essere ravvisato nella applicazione del principio di proporzionalità richiamato tanto nel Regolamento 2016/679, sui dati personali, quanto nella direttiva Mifid II, a vantaggio del cliente tale principio dovrebbe essere declinato in maniera da assicurare che l'indagine sulle sue esigenze non si estenda oltre il necessario rispetto alle finalità di vendita di un prodotto finanziario e comunque non travalichi i limiti della tutela della privacy. Anche l'Esma nelle più volte richiamate *Guidelines*, ha evidenziato che le imprese, nel determinare quali informazioni siano necessarie, dovrebbero tenere conto dell'impatto che qualsiasi modifica significativa riguardante tali informazioni potrebbe avere sulla valutazione dell'adeguatezza.

Le considerazioni che precedono, se inducono ad utilizzare la massima attenzione all'atto di esaminare la concreta operatività del *Robo*, specie nelle fasi di profilazione del cliente e di successiva elaborazione dei dati, con conseguente necessità di assicurare la sorveglianza dell'algoritmo ed una corretta informativa³¹, suggeriscono una quantomai attenta analisi dei temi legati alla gestione dei *big data* ed alla *cybersicurezza*, siccome strettamente connessi alla sicurezza della piattaforma e, in definitiva, alla stessa sostenibilità dello strumento. Tutti risultati, questi ultimi, probabilmente non raggiungibili con la (sola) applicazione del principio di neutralità tecnologica.

³¹ Tra gli obiettivi del Regolamento UE Artificial Intelligence Act (AI Act), sulla cui ossatura in data 9 dicembre 2023 la presidenza del Consiglio e i negoziatori del Parlamento europeo hanno raggiunto un accordo politico, vi è quello di istituire un quadro giuridico uniforme volto a regolare lo sviluppo, la commercializzazione e l'uso dei sistemi di IA, ovviamente, in conformità con i valori e i diritti dell'UE. Inoltre, i modelli di Intelligenza Artificiale generativa, come ChatGPT di OpenAI e Bard di Google, sarebbero autorizzati a operare a condizione che i loro *output* siano chiaramente etichettati come generati dall'IA.

Il sistema di IA è stato inquadrato dal testo – approvato dal Parlamento UE in data 14 giugno 2023, all' art. 3, come “*un sistema progettato per funzionare con elementi di autonomia e che, sulla base di dati e input forniti da macchine e/o dall'uomo, deduce come raggiungere una determinata serie di obiettivi avvalendosi di approcci di apprendimento automatico e/o basati sulla logica e sulla conoscenza, e produce output generati dal sistema quali contenuti, previsioni, raccomandazioni o decisioni, che influenzano gli ambienti con cui il sistema di IA interagisce*”.