



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in
Scienze Economiche e Finanziarie (Curriculum: Banche e Mercati)

**“Fintech e Robo Advisor: La consulenza
automatizzata”**

**“Fintech and Robo Advisor: The automated
advisory”**

Relatore: Chiar.mo
Prof. Caterina Lucarelli

Tesi di Laurea di:
Eduardo Belletti

Anno Accademico 2020 – 2021

INDICE

<i>Introduzione</i>	3
<i>Capitolo 1- Il fintech</i>	5
1.1 Fintech: Definizione e impatto sul settore finanziario	5
1.2 Quadro normativo nel settore Fintech	9
1.3 Panoramica nel mondo	15
1.4 Panoramica in Italia	22
<i>Capitolo 2- L'evoluzione della consulenza finanziaria: I robo advisor</i>	27
2.1 I robo advisor, definizione e evoluzione	27
2.2 I modelli: Pure, Hybrid e Robo4Advisor	32
2.3 La consulenza finanziaria in MIFID II	34
2.4 I principali players di mercato	41
2.4.1 Betterment	44
2.4.2 Wealthfront	44
2.4.3 Asset Builder	45
2.4.4 Bangnitou	48
2.4.5 Polaris	48
2.5 I Players in Italia	50
2.5.1 Moneyfarm.....	50
2.5.2 Tinaba	52
2.6 Partecipazione e domanda della consulenza in Italia	53
2.7 Analisi SWOT del mercato dei robo advisor	61
2.7.1 Punti di forza (Strengths)	62
2.7.2 Punti di debolezza (Weaknesses)	64

2.7.3 Opportunità (opportunities).....	65
2.7.4 Minacce (Threats)	67
Capitolo 3- Clientela target e strategia di investimento	69
3.1 Profilazione dell’investitore.....	69
3.2 Asset Allocation	74
3.2.1 ETF (Exchange Traded Fund).....	76
3.3 Monitoraggio e ribilanciamento automatico	79
3.4 Reporting.....	83
3.5 Confronto delle performance tra robo advisor e consulenza tradizionale	87
Conclusioni.....	92
Bibliografia.....	96

Introduzione

L'innovazione e il crescente sviluppo tecnologico hanno portato ad una trasformazione digitale, che ha coinvolto anche il settore bancario e finanziario, comportando l'avvento del fenomeno *Fintech*. Il termine rappresenta un allargamento del termine *Tech*, che passa dal mondo software a quello finanziario proprio quando la digitalizzazione porta dalla prima alla seconda fase dell'internet banking, con la nascita del mobile banking, lo sviluppo dei software open source e delle API (*Application Programming Interface*). E' la nascita del nuovo mondo della finanza, basato su software e sul relativo abbattimento delle barriere di entrata nel mercato. Il *Fintech*, nasce in contemporanea alla crisi del settore bancario tradizionale del 2008, in virtù della crisi economico finanziaria e quindi della forte perdita di fiducia da parte del pubblico del settore finanziario.

Proprio in questo contesto nasce il *robo advisory*, servizio di consulenza automatizzata che utilizza algoritmi e *machine learning* per la costruzione, ottimizzazione e gestione di un portafoglio di investimento, utilizzando le teorie finanziarie classiche. Il servizio appena citato, presenta infatti numerosi vantaggi, in termini di costi, semplicità e velocità di utilizzo che permette di competere facilmente con il resto degli *incumbents*.

L'obiettivo del presente elaborato è quello di fare una panoramica del servizio di *robo advisory*, per poi entrare nel dettaglio analizzando i pro e i contro di

quest'ultimo, con lo scopo di capire se ci sia un ambiente adatto a favorire lo sviluppo di tale fenomeno. L'elaborato è suddiviso in tre capitoli:

- Il primo capitolo si basa su l'analisi del fenomeno *Fintech* e dell'impatto che ha avuto sul settore bancario e finanziario; il capitolo si concentra anche sull'aspetto normativo del settore, descrivendo infine le potenzialità dei *players* e del settore sia a livello mondiale che nazionale.
- Il secondo capitolo entra nel vivo della trattazione, si concentra sul contesto che ha posto le basi per lo sviluppo della consulenza automatizzata; il servizio viene analizzato dal punto di vista dell'evoluzione della consulenza, della normativa che la regola e dell'innovazione digitale per arrivare a dare una definizione di *robo advisory* e conoscere i *players* che ad oggi operano sul mercato mondiale ma anche su quello domestico.
- Il terzo capitolo analizza il processo di investimento che inizia con la raccolta delle informazioni del cliente definendone il profilo di rischio e gli obiettivi, segue con *l'asset management* del servizio e si conclude con la fase di reporting post-investimento. Il capitolo si conclude con un confronto tra le performance dei *robo advisor* e i consulenti tradizionali.

Capitolo 1- Il fintech

1.1 Fintech: Definizione e impatto sul settore finanziario

Il termine *Fintech*, deriva dall'accostamento di due termini *finanza* e *tecnologia* e identifica un ecosistema ampio di attività e di innovazioni tecnologiche applicate al settore finanziario che stanno già cambiando e rivoluzionando oltre che i mercati finanziari e le istituzioni anche la vita delle persone. Le innovazioni e gli ambiti applicativi del *Fintech* comprendono i servizi finanziari, le tecnologie informatiche e investono tutti i settori dell'intermediazione bancaria e finanziaria. Si raggruppano in tre macro aree: Investing (*roboTrading, RoboAdvisory, Real Estate advisory*), Transactional (*Basic transactions/Neobanking, POS & Ecommerce payments, Digital FX/ cross border payments*) e Financing (*Digital mortgages, P2P marketplace ending, Credit marketplaces and crowdfunding*)¹.

Da un'analisi condotta da *Villeroy De Galahau*, governatore della Banca di Francia, è possibile identificare i fattori determinanti che hanno facilitato l'ingresso del *Fintech* nel mondo dei servizi finanziari²; in primo luogo la trasformazione digitale ha favorito la diffusione di strumenti tecnologici, in particolare le innovazioni nel campo dell'IT, tali applicazioni hanno contribuito a rivoluzionare i processi interni e i canali di comunicazione utilizzati per mettersi in contatto con i clienti, in

¹ Malverti E., Bulgarelli D., Villa G., *Fintech. La finanza digitale*, Hoepli, Milano 2020.

² Villeroy De Galahau, "Constructing the possible trinity of innovation, stability and regulation for digital finance, in Financial stability review", Banque de France, 2016.

secondo luogo la perdita di fiducia nel sistema bancario tradizionale da parte dei consumatori, soprattutto i giovani, che stanno gradualmente abbandonando i player tradizionali aprendosi a nuove realtà che possono offrire un approccio innovativo all'offerta dei servizi, infine la regolamentazione del settore, infatti con la crisi finanziaria del 2008 il Regolatore ha compreso che la vasta attività dei grandi operatori in ambito finanziario genera un rischio sistemico. Ciò ha portato ad imporre requisiti minimi di riserva per le entità più rilevanti, costringendo le banche a ridimensionare le loro attività.

Fintech racchiude ogni segmento dei mercati dei servizi bancari e finanziari andandone a modificare la struttura attraverso l'ingresso di start-up tecnologiche, giganti dei social media e *BigTech* (*Google, Apple, Facebook, Amazon e Alibaba*). Le possibili ragioni della grande espansione di questo settore e dell'ingresso di start-up e *bigtech* risiedono principalmente nei grandi investimenti che vengono fatti in innovazione e tecnologia e, in secondo luogo dalla capacità di creare innovazione e utilizzarla per l'offerta di servizi ad alto contenuto tecnologico ma a prezzi ridotti. Altrettanto importanti sono i fattori di domanda, attuali e futuri. Ad esempio, in Italia questo fenomeno, risulta ancora oggi, contenuto rispetto al resto d'Europa e non paragonabile a quello rilevabile nel contesto britannico, statunitense e asiatico. Le motivazioni, sono ricondotte alle differenti scelte normative in campo *Fintech* e al grado di fiducia della clientela ed alla percezione dei rischi connessi a questo tipo di attività. La richiesta di servizi finanziari ad alto contenuto tecnologico

però è destinata ad aumentare al crescere della quota di popolazione giovane e digitalizzata (*millennials* e nativi digitali)³. Secondo una ricerca condotta da “FintechDistrict e “Ernest & Young” le soluzioni *Fintech* in Europa hanno un tasso di adozione particolarmente alto tra i *millennials*. Le fasce di età comprese da 25 a 34 e da 35 a 44 mostrano un tasso medio di adozione rispettivamente del 72% e del 66%, confermando un maggior utilizzo del digitale di tali fasce d’età e le tendenze osservate nei trend globali⁴.

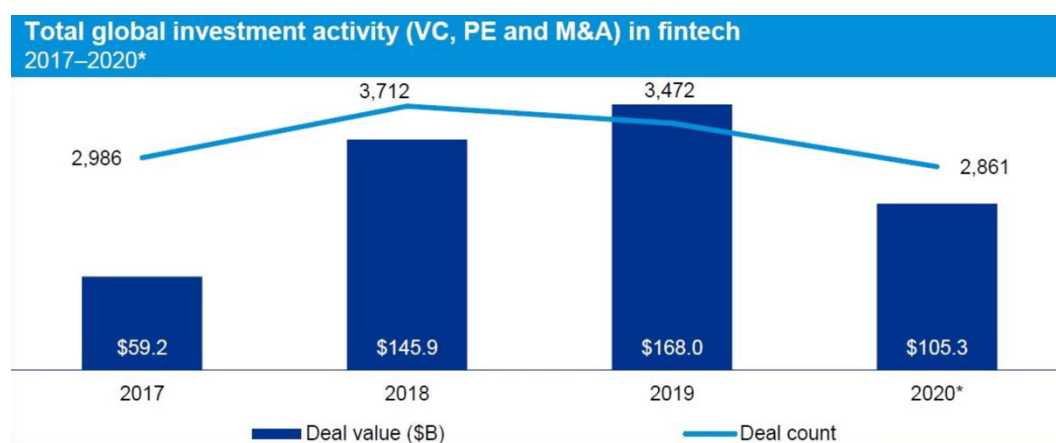
I player *Fintech* come *Stripe*, *Nu bank*, *Revolut* e *Judo bank* sono riusciti a cogliere l’occasione proponendo un ripensamento dell’esperienza del cliente nell’utilizzo dei prodotti e servizi finanziari, soddisfacendo le esigenze delle nuove generazioni e favorendo l’inclusione finanziaria. Tali innovazioni in più consentono di semplificare il più possibile la fruizione dei servizi, permettendo di compiere operazioni ovunque ci sia connessione, attraverso i propri dispositivi *mobile*; favorendo l’avvicinamento ai servizi finanziari digitali anche alle quote di popolazione più anziana e con minori conoscenze. Ormai le connessioni via *smartphone* e *tablet* hanno superato quelle via PC, favorendo così i progetti di *mobile banking* e consulenza online.

³ Si rimanda alle fonti consultate: “Banca d’Italia, *Fintech in Italia*, Indagine conoscitiva sull’adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari”, dicembre 2017.

⁴ *Fintech waves Italian Fintech ecosystem*, EY e FintechDistrict, 2020.

L'ingresso di nuovi competitor nel mercato finanziario stimola gli intermediari a reagire, investendo in innovazione tecnologica con lo scopo di diminuire i costi operativi e andando ad automatizzare i processi riorganizzando i canali distributivi per offrire alla clientela servizi innovativi e di alta qualità⁵. Il mercato degli investimenti globali nel settore *Fintech* chiude il 2020 con 105,5 miliardi di dollari e 2861 operazioni, in calo rispetto ai valori registrati l'anno precedente, ma segnando un recupero significativo nel secondo semestre dell'anno. Il 2020 si conclude con il terzo livello più alto di sempre di investimenti nel settore *Fintech*, dimostrando resilienza, nonostante un contesto di profonda incertezza dovuto al COVID-19⁶.

Figura 1.1: Il mercato degli investimenti globali nel settore fintech:



Fonte: KPMG, “analisi semestrale dei trend e degli investimenti nel settore fintech a livello globale”, 2020.

⁵ Si veda: “Il futuro del sistema bancario: discontinuità tra innovazione e regolazione” Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d’Italia Valeria Sannucci, Cenerente- Perugia 19 marzo 2016.

⁶ Si veda la pubblicazione di KPMG, “Analisi semestrale dei trend e degli investimenti nel settore fintech a livello globale”, H2 2020.

Dai seguenti dati si può affermare che la corrente *Fintech* costituisce uno stimolo forte all'innovazione dell'industria finanziaria e bancaria, attraverso la creazione e la ricerca di nuovi modelli di business recuperando così importanti margini di redditività. Però potrebbe anche costituire un fattore distruttivo per l'industria finanziaria e per gli intermediari di minori dimensioni considerati gli elevati investimenti richiesti e i problemi di coordinamento tra i numerosi soggetti per la definizione di strategie. Tra i vari benefici però la corrente *Fintech* porta con sé anche rilevanti rischi che possono mettere a repentaglio la stabilità finanziaria, in quanto, dato l'utilizzo di canali sempre più digitali e innovativi si potrebbero subire attacchi informatici frequenti con modalità sempre più sofisticate che potrebbero mettere a rischio la continuità operativa, l'integrità dei dati e le informazioni della clientela data l'elevata interconnessione tra i mercati⁷.

1.2 Quadro normativo nel settore Fintech

Gli operatori *Fintech* giocano un ruolo sempre più predominante nel settore dei servizi finanziari e bancari, impattando positivamente su consumatori, investitori e operatori tradizionali. L'elevata competitività e l'ingresso di nuovi competitor ha reso necessaria l'introduzione di nuovi prodotti e servizi, caratterizzati da modelli di business più efficienti e con un focus sulla soddisfazione del cliente.

⁷ Banca d'Italia, "Fintech, rischi e opportunità per i giovani futuri manager bancari", 24 gennaio 2020

Tutti i benefici che questa corrente sta portando per quanto riguarda innovazione, stabilità e inclusione sono da mettere a confronto con i potenziali rischi e timori, data la velocità dei cambiamenti. Sarà quindi sempre più difficile per i regolatori tenere il passo delle novità introdotte. Date le importanti evoluzioni, il mondo dei servizi finanziari e le startup *Fintech* devono prepararsi ad un'ondata di novità regolamentari che investirà il settore.

Le Istituzioni Europee e le Autorità di regolamentazione hanno iniziato ad affrontare il tema *Fintech* attraverso iniziative che da un lato evidenziano la necessità di comprendere meglio tale fenomeno che sta crescendo in maniera esponenziale e dall'altro la volontà di favorirne le condizioni di sviluppo per spingere la crescita nell'Eurozona. Anche in Italia si stanno muovendo i primi passi per una migliore comprensione e regolamentazione del settore *Fintech*, in particolare è stato costituito in capo al Ministero dell'Economia e delle Finanze un comitato per il coordinamento *Fintech* con lo scopo di favorire l'introduzione di modelli operativi innovativi nel settore finanziario e assicurativo basati sui servizi e sulle tecnologie digitali e sviluppare una visione complessiva del settore per favorirne la crescita e garantire adeguati livelli di tutela dei consumatori, della stabilità e della concorrenza. A tal proposito, grazie alla legge 28 giugno 2019, n.58 di conversione del decreto legge 30 aprile, n.34, è stata introdotta la disciplina dei

c.d. “*Regulatory sandbox*”⁸. Attraverso tale intervento legislativo si introduce nell’ordinamento Italiano uno strumento che è finalizzato alla sperimentazione fintech che, attraverso nuove tecnologie, possano consentire l’innovazione di servizi e prodotti nel settore finanziario, creditizio e assicurativo. Inoltre è stata costituita *AssoFintech* la prima Associazione di categoria che ha la finalità di supportare le Fintech nel dialogo con le Istituzioni e condividere conoscenza sui principali temi di sviluppo del business (*Equity e lending crowdfunding, blockchain, insurtech, invoice trading*)⁹.

La Commissione Europea, recentemente, è intervenuta con una comunicazione diretta al Parlamento Europeo che descrive una strategia innovativa e regolamentare in materia di finanza digitale per i prossimi anni. Nel contesto attuale caratterizzato dalla pandemia la tecnologia finanziaria ha aiutato i cittadini e le imprese a far fronte a questa situazione senza precedenti. Le soluzioni *Fintech* hanno contribuito ad ampliare e accelerare l’accesso ai prestiti compresi quelli finanziati dal governo in risposta alla crisi di COVID-19 e a garantire l’operatività sicura e affidabile delle infrastrutture digitali. Lo scopo della strategia in materia di tecnologia finanziaria è garantire che il quadro normativo dell’UE in materia di servizi finanziari sia coerente con la nuova era digitale e che sia compatibile con le migliori pratiche

⁸ Si veda: art. 36, commi da 2-bis a 2-septies.

⁹ Accenture consulting, “Quadro regolamentare in ambito fintech”, Aprile 2018

esistenti in materia di produzione e distribuzione di software¹⁰. Tra i punti più importanti troviamo:

- Favorire i mercati delle *cripto-attività* e strumenti finanziari *tokenizzati*:

L'Unione Europea entro il 2024 dovrebbe attuare un piano esaustivo che sia in grado di sostenere l'utilizzo della *Distributed Ledger Technology*¹¹, ovvero protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito e decentralizzato su basi crittografiche, e delle cripto-attività nel settore finanziario. Questi strumenti possono offrire grandi opportunità nel settore finanziario; dai pagamenti economici e veloci alle nuove possibilità di finanziamento per le PMI. Tali strumenti però comportano dei rischi e dovrebbero essere quindi oggetto di una regolamentazione e vigilanza adeguate.

La proposta della Commissione Europea chiarisce l'applicazione alle cripto-attività delle norme vigenti dell'UE, introducendo un regime pilota per le cripto disciplinate da tali norme¹². Il quadro comprende gli *Utility Token* e norme dedicate alla regolamentazione dei rischi specifici per la stabilità finanziaria e la sovranità monetaria connessi ai *token* correlati ad attività utilizzati come mezzo di pagamento. Infine le tecnologie digitali possono aiutare le banche centrali a

¹⁰ Commissione Europea, "Comunicazione della commissione al parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni relativo a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE", Bruxelles, 24 settembre 2020.

¹¹ Dipartimento per gli Affari Giuridici e Legislativi, Decreto-legge in materia di semplificazione e sostegno allo sviluppo, 3 dicembre 2018.

¹² Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, Com 593.

sviluppare valute digitali proprie che fungano da alternativa digitale al contante e da amplificatore per l'innovazione costante nei pagamenti, nella finanza e nel commercio. La BCE sta già esaminando la possibilità di emettere una valuta digitale per l'uso al dettaglio da mettere a disposizione del grande pubblico, proteggendo allo stesso tempo il corso legale del contante in euro.

- Promuovere la diffusione di strumenti di intelligenza artificiale:

Entro il 204 la Commissione, in collaborazione con le Autorità di Vigilanza Europee, si prefigge l'obiettivo, in termini di vigilanza, di regolamentare il quadro normativo sui servizi finanziari alle applicazioni basate sull'AI. Questo strumento di ultima generazione ha come scopo quello di facilitare previsioni e aiutare le imprese a ridurre i costi, creando modelli di business più produttivi e agili¹³.

Secondo la Commissione, il settore finanziario ha segnalato la mancanza di chiarezza normativa in relazione all'impatto delle norme dell'UE in tale contesto. I clienti hanno indicato la mancanza di comprensione e trasparenza esprimendo il timore di distorsioni, profilazioni abusive e difficoltà nel contestare esiti basati sull'intelligenza artificiale. Di conseguenza, le Autorità Europee di vigilanza dovrebbero avere come obiettivo quello di garantire chiarezza sulle aspettative in materia di vigilanza e l'attenuazione dei rischi, in modo da poter applicare le soluzioni di AI sul settore finanziario in modo sicuro, solido ed eticamente corretto.

¹³ Un'Europa pronta per l'era digitale: la commissione propone nuove regole e azioni per l'eccellenza e la fiducia nell'intelligenza artificiale, 21 aprile 2021.

- Promuovere strumenti informatici innovativi per agevolare la segnalazione e la vigilanza:

Entro il 2024 l'UE intende creare le condizioni necessarie per permettere l'utilizzo di tecnologie innovative, tra cui gli strumenti RegTech¹⁴ e SupTech¹⁵, utili per le segnalazioni a fini di vigilanza da parte dei soggetti regolamentati e delle autorità regolatrici andando così a promuovere la condivisione dei dati utili. Dal 2021 la Commissione, in collaborazione con le Autorità di Vigilanza, elaborerà una strategia basata sulla condivisione dei dati di vigilanza per contribuire e garantire in primo luogo che i requisiti per le segnalazioni di vigilanza siano inequivocabili, allineati, armonizzati e adeguati alla segnalazione automatizzata, in secondo luogo che si faccia pieno uso delle norme e degli identificatori internazionali disponibili, incluso l'identificativo della persona giuridica e in terzo luogo che i dati siano comunicati mediante l'utilizzo di formati leggibili meccanicamente e siano facili da combinare e trattare. Tutto questo con l'obiettivo di agevolare l'utilizzo di strumenti di segnalazione e analisi dati RegTech e SupTech da parte delle autorità.

La sfida più grande per la Commissione sarà quella di garantire un quadro normativo pronto alle sfide del futuro, garantendo mediante riesami e orientamenti interpretativi, che il quadro normativo dell'UE in materia di servizi finanziari

¹⁴ RegTech: Nasce dall'unione delle parole "Regulation" e "Technology" ed indica, l'impiego da parte di imprese e autorità, di strumenti tecnologici a supporto delle procedure di conformità e di rispetto delle normative e dei regolamenti.

¹⁵ SupTech: Indica l'uso da parte delle autorità finanziarie, di vigilanza e di regolamentazione, di strumenti avanzati di raccolta e analisi dati, consentiti da tecnologie innovative.

digitali non impedisca l'utilizzo di determinate tecnologie, assicurando allo stesso tempo che gli obiettivi normativi siano rispettati. Le autorità UE dovranno continuare a svolgere attività di sensibilizzazione nel settore *Fintech* con lo scopo di individuare le nuove problematiche, fornendo orientamenti e comunicazioni interpretative con cadenza regolare.

1.3 Panoramica nel mondo

Dall'analisi effettuata da KPMG gli investimenti *Fintech* sono scesi significativamente nel 2020, dai 168 miliardi di Dollari nel 2019 ai 105 miliardi di Dollari del 2020, in parte la causa si può trovare nella mancanza di grandi operazioni di M&A¹⁶. Dopo un inizio anno debole, il secondo semestre del 2020 ha visto investimenti *Fintech* per 71,9 miliardi di Dollari, che comprendono operazioni globali di fusioni e acquisizioni, Private Equity e Venture Capital, più del doppio rispetto ai 33,4 miliardi di Dollari registrati nel primo semestre. Nonostante gli impatti della pandemia, le imprese *Fintech* hanno attratto 42,3 miliardi di Dollari di investimenti in Venture Capital, un risultato secondo solo a quello del 2018, quando *Ant Financial*, società *Fintech* facente parte del colosso *Alibaba*, aveva raccolto 14 miliardi di Dollari nel più grande finanziamento privato al mondo¹⁷.

¹⁶ M&A: abbreviazione di mergers and acquisition.

¹⁷ Analisi semestrale dei trend e degli investimenti nel settore fintech a livello globale, KPMG, 9 marzo 2021.

Un dato interessante da analizzare in uno studio condotto da “Ernest & Young” nel 2020, riguarda la percentuale di adozione dei *millennials*. Infatti la crescita dell’industria *Fintech* a livello globale è alimentata in maniera importante dalle nuove generazioni. A partire dal 2018 i *millennials* possiedono in totale risorse finanziarie per 4,5 trilioni di dollari, questo dato è destinato ad aumentare in futuro arrivando ad un totale di 20 trilioni di dollari entro il 2030. In questo contesto, è di cruciale importanza creare infrastrutture che siano in grado di soddisfare la domanda in costante crescita di questa generazione, e proprio per questo le startup *Fintech* né stanno approfittando creando piattaforme finanziarie sempre più all’avanguardia e che rispecchiano le esigenze dei *millennials*. Questo trend è confermato dal “*Global Fintech Adoption Index*” di EY¹⁸, dove rispettivamente il 67% e il 76% della fasce d’età compresa tra i 18- 24 e 25-34 utilizzano soluzioni finanziarie tecnologicamente avanzate.¹⁹

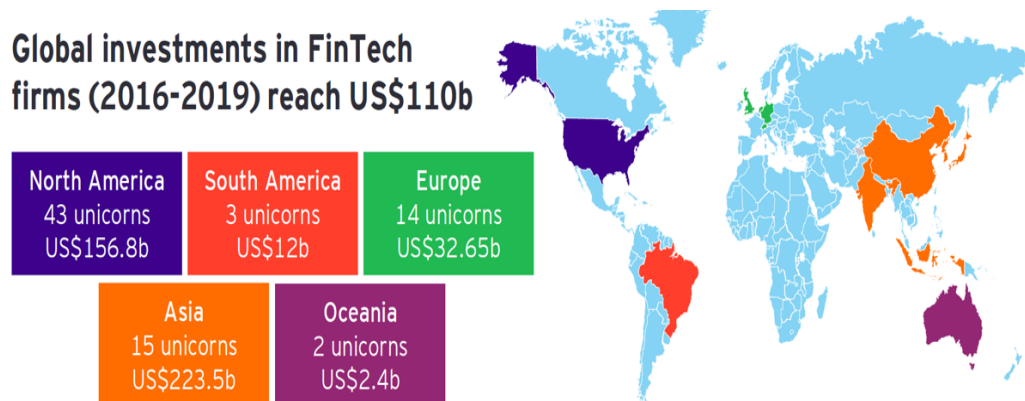
Osservando la distribuzione geografica degli investimenti raccolti, si evidenzia come a livello globale siano l’Asia e gli Stati Uniti ad attirare maggior quantità di capitale²⁰.

¹⁸ EY: Abbreviazione di “Ernest & Young”

¹⁹ The Fintech market- Global trend, Ernest & Young, Fintech District, 2020.

²⁰ Fintech waves, Ernest & Young, Fintech District, 2020.

Figura 1.2: Investimenti globali in imprese *Fintech* dal 2016-2019:



Fonte: Fintech waves, Ernest & Young, Fintech District, 2020.

Il mercato Asiatico continua a mantenere la sua leadership a livello globale. Negli ultimi due anni il settore *Fintech* è cresciuto alla stelle, in particolare nei centri finanziari di Cina e India. Ci sono diversi fattori che favoriscono la crescita di questo settore nel continente Asiatico; in primo luogo l'apertura all'innovazione dei governi e dei regolatori, in secondo luogo la crescita dell'ecosistema API²¹, e infine l'ingresso di nuovi competitor sostenuti dai colossi finanziari e tecnologici Cinesi. La Cina è ancora il mercato che detta l'innovazione nel campo *Fintech*, grazie anche all'aiuto di piattaforme di e-commerce e social media, come Alibaba e WeChat che sono oggi completamente integrati nella vita dei consumatori cinesi. Questo trend è confermato dal sondaggio condotto da Ernest & Young nel maggio 2020 dove

²¹ Ecosistema API: Interfaccia di programmazione di un'applicazione, è un insieme di comandi formalizzati che consentono alle applicazioni software di comunicare tra di loro in modo uniforme e di sfruttare i servizi di base per creare servizi incentrati sul cliente. Le API sono diventate uno dei principali fattori abilitanti di innovazione nel settore bancario e il fulcro dell'open banking e del Fintech.

circa l'87% degli intervistati utilizza uno o più servizi *Fintech*, mentre il 99,5% è a conoscenza di app o piattaforme online di trasferimenti di denaro, prestiti e pagamenti mobile²². Il continente Asiatico nei prossimi anni subirà molti cambiamenti nel panorama dei servizi finanziari, guidati dal progresso tecnologico, allentamento delle normative e dalla concorrenza delle società finanziarie innovative.

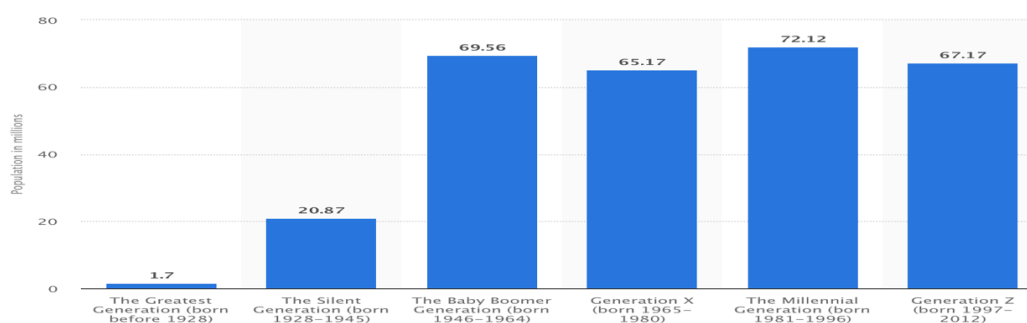
Per quanto riguarda gli Stati Uniti, gli investimenti nel settore *Fintech* sono molto cresciuti nell'ultimo anno. L'attività di fusione e acquisizione è cresciuta da 10,9 miliardi di dollari nel primo semestre del 2020 a oltre 50 miliardi di dollari nel secondo semestre del 2020. L'aumento delle attività di M&A negli Stati Uniti ha guidato il rimbalzo, con gli USA che rappresentano nove dei dieci accordi di fusione e acquisizione, tra cui TD Ameritrade(22 miliardi), Credit Karma (7,1 miliardi) e Vertafore (5,3 miliardi). Per il 2021 gli investimenti *Fintech* dovrebbero rimanere stabili, con l'aumento delle IPO e delle operazioni di fusione e acquisizione²³. L'ondata *Fintech* sta trasformando completamente il settore finanziario americano. I consumatori stanno cambiando abitudini finanziarie per quanto riguarda: investimenti, prestiti, finanziamenti di startup e acquisto di polizze assicurative. Negli ultimi anni si è assistito ad un grande aumento delle banche online e dei pagamenti tramite mobile che hanno permesso un notevole aumento del tasso di

²² What is next for Asia in Fintech adoption, E&Y, 12 maggio 2020.

²³ KPMG, Pulse of fintech H2' 20, Febbraio 2021

adozione dei trasferimenti di denaro digitali²⁴. Nel 2019 i servizi di pagamento e trasferimento di denaro digitali si sono confermati leader del settore *Fintech* registrando transazioni totali per 880 miliardi di dollari, rimanendo i servizi più utilizzati tra tutte le fasce di età. Anche negli USA i *millennials* rappresentano una categoria molto importante per lo sviluppo e la crescita di questo settore. Infatti le nuove generazioni sono cresciute con la tecnologia, e si sentono a proprio agio con strumenti finanziari digitali rispetto ai tradizionali servizi bancari. Ad esempio i grandi colossi bancari come JP Morgan e Wells Fargo vengono sostituiti da startup innovative come “Venmo²⁵” e “Stripe” che riescono a comprendere e a soddisfare le esigenze finanziarie delle nuove generazioni. Analizzando il grafico sottostante possiamo notare come la generazione dominante negli Stati Uniti siano proprio i *millennials* che rappresentano quasi il 22% della popolazione.

Figura 1.3: Popolazione residente negli Stati Uniti nel 2019, per generazione:



Fonte: Statista, giugno 2020.

²⁴ Mordor Intelligence, US fintech market 2018-2024, 2020.

²⁵ Venmo: Piattaforma di pagamento peer-to-peer di proprietà del colosso Paypal. Venmo consente agli utenti di inviare e ricevere denaro.

La crescita di questa fascia di popolazione in futuro può rappresentare un fattore positivo per l’impatto e la crescita del *Fintech* nel settore dei servizi finanziari. Dall’indagine condotta da “Mordor Intelligence” il 59% dei millennials negli Stati Uniti utilizza servizi finanziari innovativi, un dato molto superiore rispetto alla media globale del 48%²⁶.

Analizzando l’area EMEA, gli investimenti totali nel settore *Fintech* sono scesi da 61,5 miliardi di dollari nel 2019 a 14,4 miliardi di dollari nel 2020, dovuto al forte calo delle attività di fusione e acquisizione già registrate a livello globale e probabilmente a causa degli impatti della pandemia e delle incertezze associate alla Brexit. Gli investimenti di Venture Capital in Europa oltretutto, sono rimasti consistenti: il record del terzo trimestre del 2020 di oltre 3 miliardi di dollari ha contribuito a spingere l’EMEA a un livello record di 9,3 miliardi di dollari nel 2020. L’Europa ha guidato gli investimenti *fintech* dell’area EMEA, ma i settori *fintech* in Medio Oriente e Africa stanno continuando a crescere e ad evolversi.

Le aziende che offrono servizi di pagamento e le challenger banks²⁷ hanno attratto l’interesse degli investitori Venture Capital nell’area EMEA, soprattutto alla luce della rapida accelerazione in ottica digitale favorita dal COVID-19. Le imprese *Fintech* Europee dal 2013 hanno generato un valore pari a 128 miliardi di euro

²⁶ Mordor Intelligence, Report of US fintech market 2018-2024, 2020.

²⁷ Challenger banks: Sono banche che mettono a disposizione i propri servizi esclusivamente attraverso app e smartphone. Queste nuove banche nascono con l’obiettivo di sfidare i tradizionali istituti di credito, offrendo servizi migliori a prezzi migliori.

confermandosi leader rispetto ad altri settori, quali, software, alimentare e trasporti²⁸.

Figura 1.4: Valore creato dal settore tech in Europa dal 2013 al 2019 (b€)



Fonte: The state of European Fintech- Fintech Capital and Dealroom.co

Nonostante il clima di profonda incertezza, gli ecosistemi *Fintech* si stanno rafforzando in tutta Europa. Governi e autorità di regolamentazione e vigilanza tra cui Italia, Francia, Regno Unito e Svezia, hanno lavorato per sviluppare i loro ecosistemi *Fintech* e altri stanno seguendo la stessa rotta. Ad esempio la Spagna nel secondo semestre del 2020, ha annunciato una *sandbox* regolamentare per stimolare lo sviluppo di aziende finanziarie innovative nel proprio paese.

²⁸ The state of European Fintech- Fintech Capital and Dealroom.co

1.4 Panoramica in Italia

In linea con i trend a livello globale, anche in Italia il *Fintech* sta attraversando un periodo di crescita, pur caratterizzandosi ancora per numero di iniziative e quantità di investimenti ricevuti ancora lontano dalle cifre che abbiamo osservato negli Stati Uniti, in Asia e Regno Unito, dove si sono registrate nell'ultimo periodo importanti operazioni di investimento in nuove startup. L'ecosistema *Fintech* Italiano sta cambiando rapidamente, la tecnologia continua a svolgere un ruolo predominante nell'offerta di servizi finanziari, alimentata dalla trasformazione digitale, strategie commerciali sempre più rapide e dalla crescita dell'economia "*cashless*". Proprio per questo motivo l'innovazione tecnologica è diventata essenziale anche per i player tradizionali, che stanno cercando di rimanere al passo con le nuove startup per non perdere quote di mercato. Storicamente il settore bancario è un importante pilastro dell'economia Italiana, negli ultimi decenni però ha subito diversi cambiamenti critici come: fluttuazione dei tassi di interesse, aumento dei crediti deteriorati e contesto macroeconomico complesso. Tutti questi cambiamenti hanno portato all'abbattimento dei costi, alla riduzione dell'organico e all'ottimizzazione della rete di sportelli. Seguendo la tendenza Europea, il settore bancario in Italia è in una fase di razionalizzazione, il numero delle banche è in diminuzione con un CAGR del -5,45% e anche il numero degli sportelli è in calo (-3,92%)²⁹. Pertanto

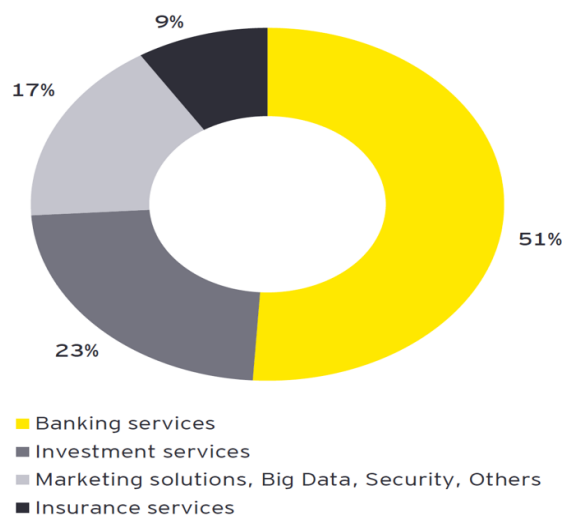
²⁹ EY, Analysis of Italian leading banks' industrial, 2019.

Fintech rappresenta uno stimolo all'industria bancaria, ricercando nuovi modelli di business e recuperando soddisfacenti margini di redditività.

Come anticipato, in Italia il settore *Fintech* è in forte crescita, l'interesse per i servizi finanziari innovativi sta aumentando soprattutto per i clienti retail. Negli ultimi anni il governo Italiano ha sviluppato una serie di normative favorevoli e incentivi per promuovere la crescita della comunità *Fintech*. Analizzando i dati del 2019, dalle startup Italiane *Fintech* sono stati raccolti circa 261 milioni di euro, un valore superiore cinque volte ai dati del 2017, evidenziando sia un forte interesse da parte di investitori e Venture Capitalist sia la capacità di attrarre capitali attraverso modelli di business accattivanti. Il 72% dei finanziamenti ricevuti da società di Venture Capital e altri investitori va al settore dei servizi bancari distribuiti tra piattaforme di prestiti, app di pagamenti e startup di conti bancari³⁰. Dal grafico sottostante possiamo notare le principali tendenze *Fintech* in Italia. Il 51% delle startup offre servizi bancari, il 23% servizi di investimento, il 17% fornisce soluzioni di marketing, big data e sicurezza e il 9% fornisce servizi assicurativi.

³⁰ Osservatorio Fintech & Insurtech, Politecnico di Milano, 2019

Figura 1.5: Italian Fintech trends, offering



Fonte: Osservatorio Fintech & Insurtech, Politecnico di Milano, 2019

Alcuni player chiave Italiani, come Satispay, che ha raccolto circa 42 milioni di euro, o Prima Assicurazioni che ha raccolto un eccezionale finanziamento di 100 milioni di euro da BlackStone e Goldman Sachs, incarnano il crescente interesse nei confronti delle aziende *Fintech* Italiane. Il processo di trasformazione digitale in Italia è iniziato più tardi rispetto ad altri paesi, per questo motivo il settore *Fintech* è ancora in fase di sviluppo, anche se la dimensione del settore è inferiore rispetto ad altri player Europei l'industria *Fintech* in Italia è in crescita.

Per quanto riguarda i consumatori Italiani devono ancora comprendere appieno le potenzialità di questo settore, anche se si stanno facendo passi avanti. Il mercato Italiano è caratterizzato da istituzioni tradizionali e PMI, e questo può essere un punto sfavorevole per lo sviluppo del settore *Fintech*. Gli Italiani vedono ancora gli

operatori tradizionali, come il primo punto di contatto per i servizi finanziari e bancari. Infatti da uno studio condotto dall' "Osservatorio Fintech e Insurtech del Politecnico di Milano" il 55% di loro si rivolgerebbe alla propria banca o compagnia assicurativa per l'acquisto di una polizza o di un prodotto finanziario. Il 73% degli intervistati inoltre vede le banche tradizionali come il canale privilegiato per le richieste di prestito, in maniera analoga anche la gestione del risparmio per il momento resta attività riservati ai gestori tradizionali. Tuttavia, le statistiche mostrano un trend in crescita per quando riguarda lo sviluppo del mercato dei servizi finanziari digitali in Italia. Nel 2019 secondo *l'EY Fintech Adoption Index* il 51% della popolazione ha utilizzato uno o più servizi *Fintech* e *Insurtech*, registrando anche un'elevata soddisfazione per l'erogazione dei servizi³¹.

Il numero di *Fintech* in Italia è in costante crescita: nel 2011 se ne contavano appena 11, per arrivare a 345 nel 2020, per la maggior parte concentrate in Lombardia (169). Questo perché la Lombardia ha la maggior parte di incubatori e acceleratori di startup e Milano è considerata da sempre la capitale finanziaria d'Italia, dove hanno sede le principali istituzioni finanziarie. La presenza delle istituzioni finanziarie, la concentrazione di player di investimento fanno di Milano, e più in generale della Lombardia la location perfetta per svolgere attività di networking, business development e fundraising. Delle 345 il 74% sono *Fintech*, mentre il 26%

³¹ EY, L'ecosistema Italiano del Fintech oltre il Covid-19

si colloca tra le *Techfin*, cioè imprese che offrono soluzioni tecnologiche d'avanguardia al servizio dell'industria finanziaria.

In conclusione, secondo il Markets Financial Services & *Fintech* Italian Leader di EY Andrea Ferretti “L’ecosistema Italiano del *Fintech* avrà opportunità di crescita rilevanti a patto che adotti un approccio di coo**pet**izione, cioè di competizione e cooperazione allo stesso tempo, facendo leva sui modelli di open finance che coinvolgano i diversi player del settore dei Financial Services”³². La sfida più importante per le startup Italiane sarà quella di essere in grado di avere una visione globale, sfruttando economie di scala e diventare così più attrattive per i grandi gruppi finanziari e per i fondi di investimento esteri. La rapida crescita dell’ecosistema italiano Fintech è sicuramente un segnale positivo e molti investitori stanno già investendo capitali importanti nel settore.

³² EY, L’ecosistema Italiano del Fintech oltre il Covid-19, Intervento di Andrea Ferretti,2020.

Capitolo 2- L'evoluzione della consulenza finanziaria: I robo advisor

2.1 I robo advisor, definizione e evoluzione

La consulenza automatizzata è un fenomeno sempre più diffuso, al quale regolatori nazionali e sovranazionali dedicano un'attenzione crescente. Con consulenza automatizzata o *robo-advisor* si comprende una classe di consulenti che offrono consulenza finanziaria o gestione del portafoglio online, con moderato o minimo intervento umano. Essi prestano consulenza digitale sulla base di regole o algoritmi matematici, eseguiti da software specifici che allocano automaticamente, gestiscono e ottimizzano i patrimoni dei loro clienti³³. I *robo advisor* sono stati tra i pionieri del settore *Fintech*, essendo nati negli USA nel 2008 con *Betterment*³⁴, società indipendente, che offriva una soluzione inizialmente finalizzata a facilitare una riallocazione di portafoglio semplificata con l'utilizzo di strumenti passivi, tramite una piattaforma online. Questo tipo di servizio era offerto solamente agli operatori professionali a supporto della loro operatività. La vera novità è stata apportata successivamente, quando questo strumento è stato offerto per la prima volta al mercato finale degli individui. La *value proposition* è basata su un'offerta a costi contenuti rispetto ai servizi offerti dai canali con componente umana, fornita

³³ Wealth Management e Fintech: Le nuove sfide tra Private Banker e Roboadvisor, Antonello di Mascio, Egea 2019

³⁴ Betterment: E' una società di consulenza finanziaria che fornisce servizi di Robo advisor e gestione della liquidità.

secondo logiche digitali (web-based; h24), integrata con la possibilità di una personalizzazione secondo gli obiettivi dichiarati dal cliente e accessibile con basse soglie di ingresso per la sottoscrizione degli investimenti. Tali innovazioni derivano dallo sviluppo della tecnologia, che consente l’abbattimento dei costi di produzione e distribuzione rispetto ai canali tradizionali utilizzati dai risparmiatori. Naturalmente tutto questo ha permesso l’apertura e lo sviluppo del mercato della raccolta e gestione del risparmio anche a segmenti di clientela inizialmente esclusi e ha contribuito ad una sorta di “*Democratizzazione*” del servizio. Infatti i clienti più giovani o clienti appartenenti al segmento mass, normalmente esclusi da servizi di consulenza finanziaria per ragioni che dipendono dalle fasce di accesso al servizio e dai costi dello stesso, possono usufruire tranquillamente del servizio di *robo advisor*³⁵. Il punto di forza di questo particolare settore del *Fintech* consiste nel colmare il gap consulenziale presente sul mercato rendendo dunque più accessibile ed a costi contenuti un servizio precluso alla clientela *private*.

Occorre sottolineare che il servizio offerto dai *robo advisor* non è equivalente a quello offerto dai canali tradizionali, che hanno il vantaggio di consentire una consulenza più completa per quanto riguarda rischi sottostanti e valutazione degli obiettivi futuri di investimento del cliente, soprattutto per una clientela con un’educazione finanziaria bassa. Anche la gamma di prodotti finanziari offerta dai

³⁵ BlackRock, “Digital Investment Advice: Robo Advisors come of age”, 2018

robo advisor si differenzia da quella dei player classici. Vengono utilizzati molto strumenti a gestione passiva come gli ETF (*exchange trade funds*) per ragioni di maggior efficienza operativa e di costo per il cliente, oltre che per la velocità dei tempi di negoziazione, mentre i consulenti tradizionali utilizzano più quote di fondi d'investimenti e prodotti della casa madre.

Dagli esordi, il settore dei *robo advisor* ha intrapreso un'evoluzione importante, non soltanto tecnologica quanto piuttosto in termini di impostazione strategica. Dal punto di vista del modello di business utilizzato, il settore si è evoluto molto, nel 2008 le prime startup *Fintech* indipendenti come *Betterment* e *Wealthfront* operavano secondo una logica B2C apportando innovazione rispetto ai concorrenti tradizionali. Successivamente anche player tradizionali come *BlackRock*, *Goldman Sachs* e *WellFargo* entrano nel settore del *robo advice* attraverso partnership e acquisizioni. Attualmente data la crescita esponenziale e lo sviluppo accelerato delle *Fintech* nel mercato dei *robo advisory* sta adottando una logica B2B2C, la motivazione è data dal fatto che si cerca di raggiungere masse critiche di una certa rilevanza per espandere il più possibile il proprio business³⁶. La spinta verso il B2B e B2B2C costituisce quindi un'opzione che molti operatori vorranno continuare a percorrere, con un beneficio sia per le *Fintech* che per le istituzioni finanziarie tradizionali. Per le *Fintech* il vantaggio derivante da una strategia di collaborazione

³⁶ Quaderno fintech, La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari, Consob, gennaio 2019.

con un attore consolidato consiste nell'accelerare il raggiungimento della massa critica minima necessaria per una sostenibilità del modello di business di medio/lungo periodo. Mentre per le istituzioni finanziarie, l'obiettivo è rafforzare il proprio modello di business attraverso la leva dell'innovazione digitale, perseguendo finalità di aumento sia della clientela commerciale sia di maggiore efficienza dei loro canali tradizionali³⁷. E' prevedibile che lo sviluppo delle partnership tra *Fintech* di *robo advisory* e istituzioni finanziarie tradizionali continui e si rafforzi. Soprattutto le grandi banche internazionali si stanno dimostrando molto interessate all'attivazione di collaborazioni con le *Fintech*, ribaltando il paradigma della fase di sviluppo iniziale della rivoluzione tecnologica che vedeva le due tipologie di operatori posizionate su fronti contrapposti³⁸.

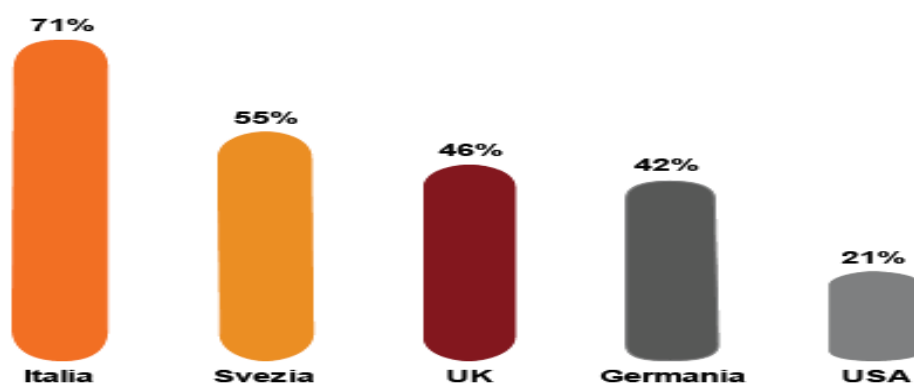
E' di primaria importanza approfondire il mercato globale dei *robo advisor* per comprendere come e in che misura si svilupperà in futuro. Da una ricerca condotta da PWC, si stima che a livello globale, gli *Asset Under Management* o AuM gestiti tramite *robo advisor* cresceranno più del 350% nei prossimi quattro anni, passando dagli attuali 371 miliardi di dollari a circa 1.350 miliardi di dollari. Il mercato più sviluppato è quello statunitense, che gestisce il 72% degli AuM, contro il 3% del mercato europeo. Tuttavia, il tasso annuo di crescita composto degli USA risulta essere nettamente inferiore rispetto a quello degli altri stati presi in considerazione,

³⁷ A.T. Kearney, Robo-advisory services study, 2016.

³⁸ Robo Advsing, Kpmg, 2018

a causa del maggior livello di consolidamento del mercato. Dal grafico possiamo notare come gli altri paese del campione presentano stime di crescita superiori al 40% e l'Italia raggiunge il tasso più alto; infatti in Italia, si prospetta un aumento annuo del 70,5%, che porterebbe gli AuM da 191 milioni di dollari a ben 1.620 milioni di dollari nel 2022³⁹.

Figura 2.1: Tasso annuo di crescita composto degli AuM gestiti da Robo Advisor (2018-2022)



Fonte: Statista

Per quanto riguarda invece il numero di utenti che utilizzano soluzioni di *Robo Advisory* nelle diverse aree geografiche vede dominare il mercato asiatico con 17,9 milioni di utenti, seguito da Nord America e, infine, dall'Europa con un numero di utenti sopra il milione.

In conclusione la novità del servizio consente di immaginare molteplici scenari di sviluppo futuri, che possano affermare le caratteristiche dei *robo advisor* già

³⁹ Digital Wealth Management, La frontiera per investimenti finanziari consapevoli, PWC

esistenti rendendoli più sofisticati e più aderenti ai differenti tipi di bisogni umani nel tempo.

2.2 I modelli: Pure, Hybrid e Robo4Advisor

Tra i vari servizi di consulenza automatizzata oggi in uso è possibile individuare almeno tre modelli, principalmente distinti sulla base del grado di automazione esistente⁴⁰.

- *Pure Robo advisor*: questo modello è caratterizzato per avere tutte le fasi del processo prevalentemente digitali, i clienti possono investire in maniera autonoma il proprio capitale ed è diretto quindi alla clientela finale. Questa soluzione rappresenta la frontiera per una consulenza finanziaria totalmente automatizzata e priva della componente umana. Viene adottato dai players principali del mercato, come ad esempio, *Welthfront*, *Betterment* e *Nutmeg*. A questo segmento si è unita anche la *Fintech* Italiana *MoneyFarm*⁴¹.
- *Hybrid robo-advisor*: tale modello combina l'elemento umano con la componente digitale in una o più fasi del processo. Il servizio puramente digitale, viene spesso affiancato da un servizio più propriamente "fisico" ricorrendo a due diversi canali, in primo luogo un supporto umano da remoto al cliente nel suo utilizzo della piattaforma digitale, in secondo luogo proponendo un servizio premium che prevede il supporto fisico di un

⁴⁰ Giorgi M., 2018, op. cit., p.3

⁴¹ Roberto Ferrari, L'era del Fintech, 2017

consulente finanziario. Un esempio che possiamo riportare è quello di *Charles Schwab*, multinazionale americana di servizi finanziari, che nel corso del 2015 ha lanciato i suoi “*Intelligent Portfolio*”, basati su un modello di *Robo Advisory* a commissioni zero, con portafogli ETF. A questo tipo di servizio si è aggiunto quello di managed portfolio, in cui il cliente riceve anche una consulenza fisica. Gli *intelligent portfolio* di *Schwab* in un solo anno hanno superato i 4 miliardi di dollari di AuM.

- *Robo 4 Advisor*: modello che si basa principalmente sul B2B, non è indirizzato infatti al cliente finale, ma bensì al gestore che se ne serve per supportare e ottimizzare la sua attività di consulenza verso i clienti. Quest’ultima soluzione riesce ad aumentare l’efficienza del processo di *advisory*, senza apportare fondamentali modifiche alla *customer experience*, che rimane prevalentemente un contatto diretto⁴².

Classificando i soggetti che operano nel settore, si è, inoltre, considerata l’eventualità di una appartenenza a un gruppo finanziario già attivo nel comparto dei servizi di investimento. Il risultato è stato un’ulteriore classificazione tra due categorie di providers. In primo luogo le startup stand alone, ovvero startup indipendenti, in cui il livello di autonomia è massimo; in secondo luogo i robo advisor di matrice bancaria (players già affermati sul mercato), i quali, a loro volta,

⁴² Colombari-Tedeschi 2019

possono essere autonomi nell'ambito del gruppo di riferimento oppure pienamente integrati con la banca. Ovviamente, il grado di autonomia diminuisce all'aumentare del grado di integrazione con l'intermediario bancario.

Concludendo, tra i modelli descritti, il segmento ibrido è quello che probabilmente ha visto lo sviluppo più intenso in questi anni, perché è stato spinto proprio dagli *incumbent*, come *Schwab e Vanguard*, che sono in grado di reagire molto più velocemente rispetto ad una banca tradizionale. La scelta di affidarsi ad un consulente tradizionale o ad uno automatizzato, risponde esclusivamente alle inclinazioni attitudinali del cliente nonché alla natura delle esigenze che quest'ultimo intende soddisfare.

2.3 La consulenza finanziaria in MIFID II

In considerazione della rapida crescita dei volumi gestiti, la questione giuridica dei *robo advisor* sta diventando sempre più importante e attuale. Il fenomeno preso in considerazione ha diviso gli ambienti finanziari dove, accanto a coloro che lo hanno considerato come la vera e propria nuova frontiera della consulenza, si sono posti i detrattori, spinti dalla preoccupazione per l'impatto *disruptive* sul sistema dell'intermediazione finanziaria determinato dall'innovazione tecnologica ed anche dal ricorso crescente agli *automated advice tool*⁴³.

⁴³ Di Mascio A., 2018

Le preoccupazioni hanno riguardato in modo particolare l'ingresso nel mercato di startup ed imprese *Fintech* spesso non sottoposte ad una vera e propria regolamentazione e che operano in competizione con le imprese tradizionali. Negli ultimi anni, dunque, è aumentata l'attenzione delle autorità europee, interessate a salvaguardare la tutela del consumatore. A tale scopo, dal 2015 è stato avviato un primo processo esplorativo del tema in oggetto con il fine di comprendere meglio le caratteristiche proprie del *robo advisory* nella duplice ottica dei potenziali benefici e degli eventuali rischi ad esso associati, e con l'attento scrupolo di considerare sia il punto di vista del consumatore che quello delle istituzioni creditizie. Le autorità europee non hanno assunto alcuna drastica o rivoluzionaria posizione e si sono pertanto astenute da un intervento regolamentare supplementare⁴⁴.

Al fine di valutare i punti critici nell'applicazione del quadro regolamentare in materia di consulenza finanziaria all'attività promossa e sviluppata da *robo advisor*, 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. Inizialmente, la definizione di "consulenza di materia di investimenti" è stata delineata ponendo attenzione al rapporto tra l'intermediario e l'investitore, sul presupposto che esso comporti un

⁴⁴ Report on automation in financial advice, Esas- joint committee, 16 dicembre 2016.

momento necessario di interazione. Il fatto, invece, che il contatto e il dialogo tra il cliente e il soggetto incaricato dall'intermediario siano sostituiti, in larga parte o del tutto, da una relazione che avviene attraverso una piattaforma digitale si inserisce in modo innovativo nell'ambito della nozione di "consulenza" dettata dal legislatore europeo⁴⁵. Il fenomeno, considerato già parzialmente in passato nell'ambito della disciplina delle tecniche di comunicazione a distanza, è stato affrontato nella MIFID II, 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. Pertanto la consulenza finanziaria prestata dai *robo advisors* è inquadrabile nell'ambito del servizio di "Consulenza in materia di investimenti"⁴⁶. Come noto ai sensi della MIFID II, il servizio di consulenza comporta la "prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, su richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari"⁴⁷. L'analisi di questo comma ci permette di riconoscere la presenza dei tre elementi che caratterizzano la fattispecie, ossia: la personalizzazione della raccomandazione, la presentazione della raccomandazione rivolta al destinatario e l'oggetto della raccomandazione che deve riguardare una o

⁴⁵ Sfameni, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, egea, 2019.

⁴⁶ Quaderni Fintech, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti*, gennaio 2019.

⁴⁷ 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.

più prestazioni relative a strumenti finanziari, compreso il non comprare, vendere o mantenere uno strumento in portafoglio. Per quando riguarda il primo requisito, si considera personalizzata una raccomandazione diretta a un destinatario individuato quando l'erogazione del servizio di consulenza avviene nell'ambito di una relazione diretta tra intermediario abilitato e cliente, non essendo rilevante, invece, che l'iniziativa sia partita su richiesta dell'uno o dell'altro. Inoltre è necessario precisare che il servizio di "consulenza in materia di investimento" è tale se formulato tenendo conto delle caratteristiche e degli obiettivi di investimento dello specifico cliente. 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 inerente rispetto alle sue caratteristiche personali. Dalla letteratura 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.

I profili più innovativi del *robo advice* sono 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 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. E' comunque necessario porre attenzione ai messaggi inviati tramite posta elettronica, che possono assumere la parvenza di una raccomandazione personalizzata⁴⁸.

Per quanto riguarda 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. In particolare, si fa riferimento all'obbligo di forma scritta del contratto di consulenza, sia nei confronti dei clienti al dettaglio sia nei confronti dei professionisti⁴⁹, quando sia promessa anche la valutazione periodica dell'adeguatezza. Questo implica che, ai fini della validità del contratto, non basta l'uso di soluzioni informatiche, come caselle da spuntare e icone da selezionare, ma occorre rispettare i requisiti civilistici in tema di forma scritta e di sottoscrizione del contratto⁵⁰. Il consulente automatizzato, però, sia per la clientela a cui si rivolge sia per la propria organizzazione utilizza per lo più, se non in via prioritaria, il canale internet o, tecniche di comunicazione a distanza, potendo non avere né personale fisico né sedi adeguate per la finalizzazione degli accordi per iscritto. Proprio per questo motivo,

⁴⁸ Considerato 14 del regolamento delegato UE 2017/565.

⁴⁹ Art. 23, comma 1 Tuf e Art. 58, par.1 Reg. 565/2017.

⁵⁰ Art. 1350 e 2702 c.c.

sembra utile ipotizzare possibili metodi alternativi alla raccolta della sottoscrizione del cliente senza la sua presenza fisica. La soluzione più quotata potrebbe essere costituita dall'informatizzazione del contratto, procedendo alla sua sottoscrizione in modalità elettronica, tramite gli strumenti previsti dal d.lgs. 7 marzo 2005, n. 82, recante il Codice dell'Amministrazione Digital (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 199/93/CE", ossia firma elettronica avanzata⁵¹. Questo tipo di strumento viene già utilizzato da molto tempo da svariati intermediari creditizi attraverso il ricorso a codici di identificazione per effettuare pagamenti tramite internet banking.

Un ulteriore aspetto oggetto di forte dibattito riguarda la prestazione di ulteriori servizi oltre a quello di consulenza. Molte piattaforme permettono infatti all'investitore di procedere all'esecuzione o alla trasmissione degli ordini direttamente dal sito da cui si è ricevuta la raccomandazione. Il dubbio sorge in capo alla legittimità di queste operazioni, in quanto si tratta di un'attività esclusa da quella svolta dai consulenti tradizionali. Il ragionamento che il legislatore compie sotto questo punto di vista, è che, nonostante sia garantita la piena autonomia nelle scelte di investimento del cliente, la mancanza di interazione umana rende il processo decisionale svincolato da alcuna pressione psicologica del consulente. In

⁵¹ Si veda l'art. 20, comma 1-bis del CAD.

particolare, l'assenza fisica del consulente all'atto della compilazione del questionario MIFID può comportare gravi criticità. Infatti, un rapporto con un *robo advisor* può comportare una scarsa consapevolezza da parte del cliente, nonché nell'incapacità di risolvere eventuali dubbi. Questo porta al rischio di manifestazioni di comportamenti più azzardati da parte dell'investitore, facendone aumentare i rischi dell'operazione di investimento e le possibilità di perdita di accuratezza della scelta⁵².

Dalla ricerca condotta da un gruppo di esperti proveniente da Consob e da un consorzio di Università Italiane, sugli aspetti appena evidenziati, si evince testualmente: *“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”*⁵³. Quindi si può intuire come la fattispecie sia attualmente in fase di analisi da parte del legislatore. La disciplina in vigore appare incompleta per definire un'inquadratura operativa del fenomeno.

⁵² F. Annunziata, M.T. Paracampo, 2015, *Fintech: introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Giappichelli Editore.

⁵³ Quaderni fintech Consob, “La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari”, gennaio 2019.

In conclusione ne deriva che dall'analisi normativa le disposizioni MIFID I e II riguardanti l'attività di consulenza finanziaria possono estendersi anche al profilo automatizzato del servizio. Il carattere tecnologico viene considerato sotto molti aspetti neutrale ai fini della valutazione giuridica del *Robo advisor*. Tuttavia, si è visto come in determinare situazioni i rischi complessivi che possono giungere dalla digitalizzazione del servizio siano diversamente trattati dalla disciplina. La tutela del risparmio e degli investitori rimangono al centro dell'interesse del legislatore, soprattutto sulla base della novità indotta dal servizio.

In futuro ci si aspetta l'introduzione di nuove normative anche nei codici tradizionali Italiani della materia, come per esempio nel TUF e nel TUB, in modo tale da rendere il fenomeno delineato sotto l'aspetto formale. Inoltre, dato il grande successo ed il trend in crescita che non sembra fermarsi, la speranza è di vedere un comparto normativo allineato anche con gli altri ordinamenti europei. Si contribuirebbe in questo modo allo sviluppo dell'armonizzazione economica e sociale tra i vari Stati.

2.4 I principali players di mercato

Il mercato pioniere nella distribuzione del servizio di *Robo advisory* è quello americano che ad oggi è considerato il centro più evoluto per caratteristiche e innovazione del modello offerto, dove maggiore è la tendenza verso una

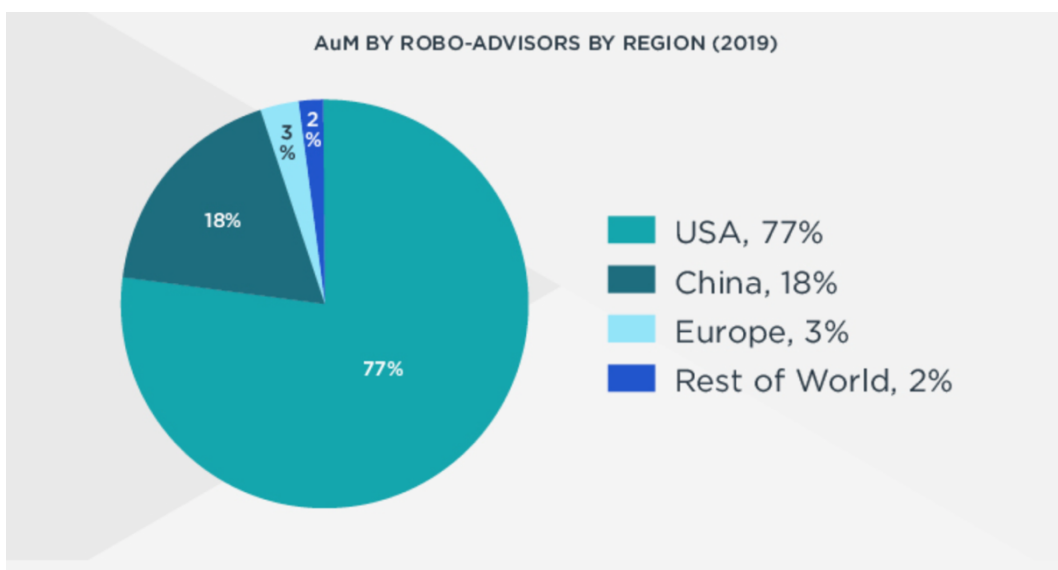
robotizzazione totale della consulenza e dove si registra un numero importante di utenti che utilizzano il servizio e aziende più grandi del settore. La crisi finanziaria ha alimentato la nascita di startup hi-tech che a loro volta hanno dato vita a nuove soluzioni tecnologiche in grado di facilitare un accesso equo ai mercati per la clientela, migliorare le decisioni e mitigare il rischio dell'intero sistema finanziario in qualità di operatori *Fintech*.

I primi robot messi sul mercato furono quelli di *Betterment* e *Wealthfront*, i quali offrirono inizialmente un modello di servizio semplice e intuitivo che poi si è evoluto nel tempo aggiungendo una rilevante gamma di operazioni a disposizione del cliente, tra cui la possibilità di ribilanciare periodicamente in modo automatico il portafoglio, e il servizio di *tax-loss harvesting* con il quale è possibile ottimizzare il carico fiscale del cliente, vendendo titoli in perdita che vadano a compensare il capital gain ottenuto nel breve termine generalmente tassato con aliquote elevate che portano alla riduzione dei guadagni.

Successivamente all'innovazione apportata dai pionieri del *robo advisor* sono nati molti altri robot, tanto che oggi si possono contare circa 200 operatori in USA, che si riconferma come il mercato più proficuo, fino all'esportazione del fenomeno nel mondo. Non bisogna sottovalutare però gli altri mercati, infatti esistono consulenti robotizzati in Canada, India, Brasile, Cina, Australia e soprattutto in Europa, dove l'interesse è in costante crescita e dove esistono già molti operatori attivi in Spagna, Italia, Regno Unito, Svizzera, Germania e Francia. Il fenomeno è esploso nel giro

di pochi anni riuscendo a farsi conoscere in tutto il mondo, ma è utile fin da subito sottolineare che le caratteristiche salienti del servizio sono immutate e non cambiano da paese a paese; le caratteristiche principali sono convenienza in termini di risparmio di costi e di energie, semplicità e oggettività⁵⁴.

Figura 2.2: AuM gestiti dai Robo advisor per settore geografico (2019)



Fonte: Sim Corp, Digitalizzazione della consulenza patrimoniale

A questo punto è necessario soffermarsi sui principali *players* di mercato, sui numeri ottenuti nel tempo e sulle particolarità di ognuno, in modo da definire le variabili di successo e individuare nuovi spunti per il futuro.

⁵⁴ SimCorp, La digitalizzazione della consulenza patrimoniale, 2020

2.4.1 Betterment

E' una delle società leader di mercato con 30 miliardi di *asset* gestiti. *Betterment* è un *advisor* che potremmo definire “classico”, i clienti sono soprattutto le nuove generazioni, quindi, millennials e generazione z. Proprio per questo motivo la size media di portafoglio è di soli 20.500 \$. L'azienda utilizza ETF in grado di rappresentare circa 12 *asset class* per diversi livelli di tolleranza al rischio e per i propri obiettivi. Sempre in relazione alla gestione degli investimenti, *Betterment* riequilibra automaticamente i portafogli degli investitori quando una particolare *asset class* si discosta dal livello target di oltre il 2%- 3%. Le *fees* sono molto basse ed oscillano tra lo 0,25% e lo 0.35%. Quest'ultima vanta circa 650.000 clienti ai quali offre consulenza e gestione diretta del portafoglio tramite il sito web⁵⁵.

2.4.2 Wealthfront

Gestisce circa 25 miliardi di *asset*, i suoi clienti sono attualmente 450.000 ed il *size* medio di portafoglio è di 90.000 \$, più alto di quello di *Betterment*, probabilmente a causa del *tax-loss harvesting* operato solo per cifre sopra i 100.000 dollari. Inizialmente la soglia minima di ingresso era di 5.000 dollari, attualmente è stata ridotta a 500 dollari con lo scopo di attrarre ulteriori clienti tra i giovani con un basso reddito. Interessante notare che le commissioni sono pagate solo se si

⁵⁵ Si veda: Sito web Betterment.

investono più di 10.000 dollari (0.25%). Anche *Wealthfront* offre i servizi classici di *robo advisory* come: *monitoring* continuo, *rebalancing* e *tax-loss harvesting*⁵⁶.

2.4.3 Asset Builder

E' stato tra i primi *advisor* robotizzati al mondo. Si tratta di un *robo advisor* di prima generazione che si rivolge direttamente alla clientela finale. L'investimento minimo per aprire un conto è di 50.000 dollari, proprio per questo motivo attira clienti che hanno una elevata disponibilità economica, come HNWI e private. Non a caso l'azienda *Fintech* è uno dei consulenti con il *size* medio di portafoglio più elevato, circa 500.000 dollari. *Asset Builder* offre *advices* sul portafoglio e consigli sul ribilanciamento annuali. L'investimento minimo richiesto essendo molto elevato rende difficile la ricerca di una vasta clientela, infatti ad oggi vanta circa 2570 clienti, dato però l'investimento iniziale elevato l'azienda riesce a gestire circa 766 milioni di dollari di *asset under management* posizionandosi tra i principali attori del settore⁵⁷.

Le *Fintech* appena descritte rappresentano le prime start up hi-tech indipendenti americane apparse nel settore che inizialmente si proponevano di offrire un modo innovativo semplice e più economica la diffusione di *financial advice* e nel 2008

⁵⁶ Si veda: sito web Wealthfront.

⁵⁷ Si veda: Sito web Asset Builder.

tale obiettivo non era molto difficile da raggiungere data la grande sfiducia degli investitore verso le tradizionali istituzioni finanziarie.

In un secondo momento le piattaforme di consulenza automatizzata sono state adottate da grandi compagnie di investimento già affermate nel mercato, guidate da una maggiore competizione a seguito dell'ingresso dei nuovi competitors. Le istituzioni tradizionali sono state, costrette quindi a puntare sull'innovazione, sviluppando proprie piattaforme come *Vanguard Group* e *Charles Schwab*, o attraverso acquisizioni strategiche di *Robo-advisors* già esistente, come ha fatto *BlackRock* nel 2015 con *FutureAdvisor*. In termini di *Asset under management*, le prime start up indipendenti come *Betterment* e *Wealthfront* non reggono il confronto con colossi come *Vanguard* nonostante quest'ultima abbia implementato il servizio di robo advisor ibrido (*Vanguard Personal Advisor Services*) nel 2015⁵⁸. Da un'analisi condotta da Accenture sul mercato *dei robo advisor* spicca la citazione di Silvia Agnelli, partner di IBM, che sostiene: “*Si può dire che, in questo caso, sia meglio essere Fast Second, che First Mover: le firm della consulenza possono far proprie le innovazioni tecnologiche introdotte e sperimentate da altri, adattandole al proprio business ed alle proprie strategie di sviluppo commerciale.*”⁵⁹

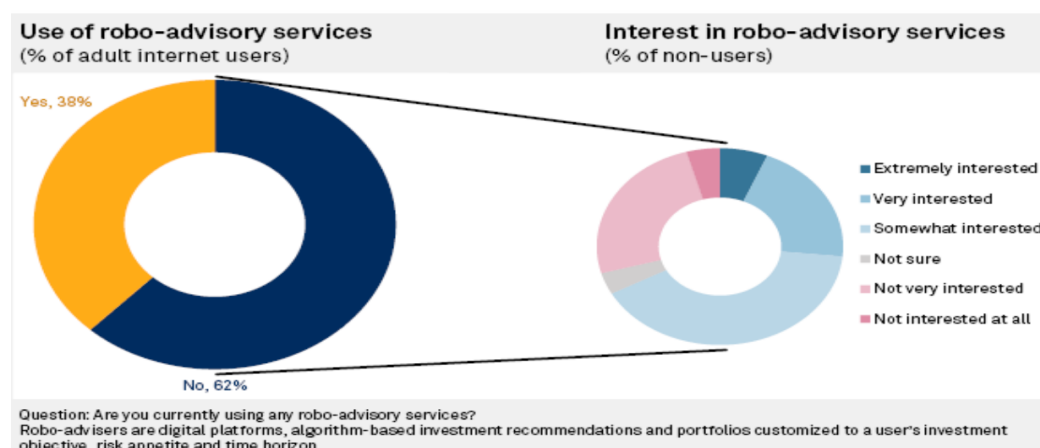
⁵⁸ Si veda: Sito web Vanguard group.

⁵⁹ Accenture, Robo-Advisory: Sfida o opportunità?, 2019.

Per le sue dimensioni è da menzionare anche *Intelligent Portfolio, Robo-Service* ibrido dell'*incumbent Charles Schwab* lanciato nel 2015, che nel periodo attuale ha conosciuto un 37% di nuovi clienti. Per quanto riguarda gli operatori bancari presenti nel mercato, ad offrire questa tipologia di servizio sono *WellsFargo, Morgan Stanley e JP Morgan*.

Dopo gli Stati Uniti per dimensione del settore vi è la Cina. I consumatori cinesi sembrano nutrire un forte interesse per i *robo-advisor*, infatti secondo un sondaggio del 2020 condotto da Kagan, divisione facente parte dello S&P Global Market Intelligence, circa il 38% degli utenti Internet adulti, utilizza attualmente *robo advisor*. L'interesse comunque resta elevato anche tra i non utenti, che hanno espresso un notevole interesse per l'utilizzo di consulenti automatizzati⁶⁰.

Figura 2.3: Sondaggio sull'utilizzo di robo advisor in cina (2020)



Fonte: Kagan 2020 Asia Consumer Insights survey.

⁶⁰ S&P Global Market Intelligence, Robo advisers Catching on in China, Industry looks poised for growth, Celeste Goh e Julber Osio, 6 ottobre 2020.

Sebbene operatori storici del settore come *Betterment e Wealthfront* esistono negli Stati Uniti dal 2008, i *robo advisor* in Cina sono relativamente nuovi, infatti nascono solo dopo il 2015 e oltre alle start up innovative del settore anche banche e intermediari cinesi stanno cavalcando questo trend.

2.4.4 Bangnitou

Nato nel 2020, dalla joint venture tra *Vanguard Group e Ant Group*. E' un servizio di *robo advisor* accessibile tramite *Alipay*, piattaforma di pagamento online facente parte del gruppo *Alibaba*, dal suo lancio più di 200.000 utenti si sono registrati e hanno investito per un totale di 2,2 miliardi di yuan (318 milioni di dollari). La soglia minima di ingresso è di 800 yuan (123 dollari), una somma molto bassa rispetto ad altri competitor, il che ha contribuito ad attirare molti utenti⁶¹.

2.4.5 Polaris

E' il servizio di consulenza automatizzata offerto dal gruppo *Pintec Technology Holdings*. Nato nel 2016, *Polaris* è tra i pionieri di questo settore in Cina, attualmente gestisce quasi 1 miliardo di yuan (154 milioni di dollari). L'investimento medio che viene fatto dagli investitori è di circa 5000 yuan (650 dollari).

⁶¹ Bloomberg, Ant, Vanguard-Backed robo adviser hits 1 million users in China, 18 marzo 2021.

Secondo Research and Markets, il mercato cinese dei *robo advisor* dovrebbe raggiungere 1,1 trilioni di dollari nel 2027⁶². Le istituzioni finanziarie tradizionali e le startup *Fintech* si stanno preparando per acquisire quote di mercato data la rapida espansione del fenomeno.

In Europa il settore ha cominciato ad espandersi nel 2011, seguendo il successo e lo sviluppo di quello americano, con la nascita di Nutmeg, advisor B2C di origine inglese che vanta 140 mila utenti, la soglia di ingresso è molto bassa, 100 sterline, con una commissione che varia dallo 0,25% allo 0,75%, in base alla somma investita e al servizio scelto (*Fully managed, Smart Alpha, Socially Responsible e Fixed Allocation*), comunque molto più economica del 1,24% medio addebitato dai gestori professionali inglesi⁶³. In aggiunta offre la possibilità di creare un *Individual Savings Account* (ISA), prerogativa riservata ai cittadini inglesi per l'ottimizzazione fiscale, e di realizzare un piano pensionistico personalizzato.

In Germania in pochi anni il numero di aziende che forniscono il servizio di *robo advisory* è aumentato notevolmente. Tra i primi consulenti automatizzati troviamo *Quirion*, il quale concentra la propria strategia d'investimento sulla ricerca di elementi scientifici che riescono ad evitare ogni previsione emozionale circa l'andamento del mercato e privilegia investimenti in una visione di lungo periodo in fondi indicizzati o ETF, con una commissione fissa dello 0,48% annuale sul

⁶² Research and markets, China Wealth management,2020.

⁶³ Robo Advisors and Wealth Management, F koh Kok Fai Phoon, dicembre 2017.

volume investito. Anche in Germania come nel resto del mondo, le banche hanno cominciato ad espandere il loro mercato implementando l'offerta di *robo advisory* o acquisendo *start up* già esistenti; l'entrata in un mercato concentrato da parte di attori istituzionali con una rete di clienti già ampia e affermata è prova della crescente competitività del settore⁶⁴.

2.5 I Players in Italia

Il settore Italiano risulta essere poco sviluppato, rispetto ad altri paese europei, avendo un numero di piattaforme disponibili minore della media inglese e tedesca.

2.5.1 Moneyfarm

Tra le prime *Fintech* del settore dei robo troviamo, *Moneyfarm*, una start up stand alone di origini sarde fondata nel 2011 da Paolo Galvani e Giovanni Daprà, con la *mission* di aiutare le persone a prendere le migliori decisioni riguardo la gestione dei soldi, così che queste riescano a gestire autonomamente le proprie finanze, in modo semplice ed efficiente, senza costi nascosti o conflitti di interesse. Dal 2012 *Moneyfarm* ha attirato l'attenzione di molti fondi e venture capitalist come *Allianz x*, *Cabot Square Capital*, *United Ventures* e *Poste Italiane*, raccogliendo ad oggi

⁶⁴ Deutsche Bank nel 2015 ha implementato AnlageFinder, robot rivolto sia ad investitori esperti che meno.

più di 100 milioni di euro di finanziamenti. Con un team di 130 professionisti operanti nelle sedi di Londra, Milano e Cagliari gestisce il patrimonio di oltre 50.000 risparmiatori per un totale di 1,3 miliardi di euro di AuM. Gli investimenti pianificati e offerti da *Moneyfarm* riguardano esclusivamente ETF, permettendo un agevole diversificazione dell'investimento, un basso costo di gestione e una maggiore liquidità. Per poter usufruire del servizio offerto è necessaria l'iscrizione al sito web e la successiva compilazione di un questionario di profilazione per identificare il livello di propensione al rischio del cliente; sulla base di questo, il cliente viene indirizzato su un determinato tipo di portafoglio che più si adatta alle sue esigenze. I vari portafogli disponibili si differenziano, in primo luogo per livello di rischio-rendimento, attraverso una combinazione di *asset class* che coprono settori e aree geografiche, in secondo luogo per numero di strumenti, infatti a seconda dell'ammontare investito il portafoglio sarà composto da 8 ETF massimo per importi inferiori a 50.000 euro e 14 ETF per somme superiori a 50.000 euro. Oltre al servizio di gestione patrimoniale, *Moneyfarm* offre piani di accumulo capitale, piano pensione e analisi del portafoglio investimenti. Per quanto riguarda i rendimenti, generalmente nell'arco di tre anni oscillano dai 10-12% fino ai 33-35% per i portafoglio più rischiosi, per i costi di gestione sono previste commissioni su base annua che vanno dall' 1% allo 0,40% per investimenti più consistenti⁶⁵.

⁶⁵ Si veda: sito web Moneyfarm.

Si può affermare che *Moneyfarm* ha reso di fatto accessibile a tutti il servizio di gestione patrimoniale e, a conferma della sua eccellenza tra le realtà *Fintech*, sono stati numerosi i premi ricevuti.

2.5.2 Tinaba

Altro importante player nel panorama Italiano è *Tinaba*, *Robo advisor* di Banca Profilo nato nel 2015. Si tratta di un'app *Fintech* che permette di gestire tutto da *smartphone*: investimenti, pagamenti, condivisione di denaro con conoscenti e raccolte fondi. Il *Robo Advisor* di Banca Profilo gestisce gli investimenti in autonomia, ma lascia la libertà a ciascun cliente di modificare il proprio portafoglio, in base al profilo di rischio o al rendimento che si vuole ottenere. Per i servizi di investimento la somma minima di ingresso è di 2.000 euro e vi è anche la possibilità di attivare un PAC periodico a partire da 50 euro. *Tinaba* conta su otto portafogli diversificati, tutti in ETF. E' possibile anche attivare il portafoglio *parking*, ovvero è possibile congelare l'investimento senza però ritirare il denaro, in caso di forti condizioni avverse sui mercati. Le commissioni di gestione annuali variano dallo 0,40% all'1% mentre la commissione media per l'utilizzo di ETF è di 0,25%⁶⁶.

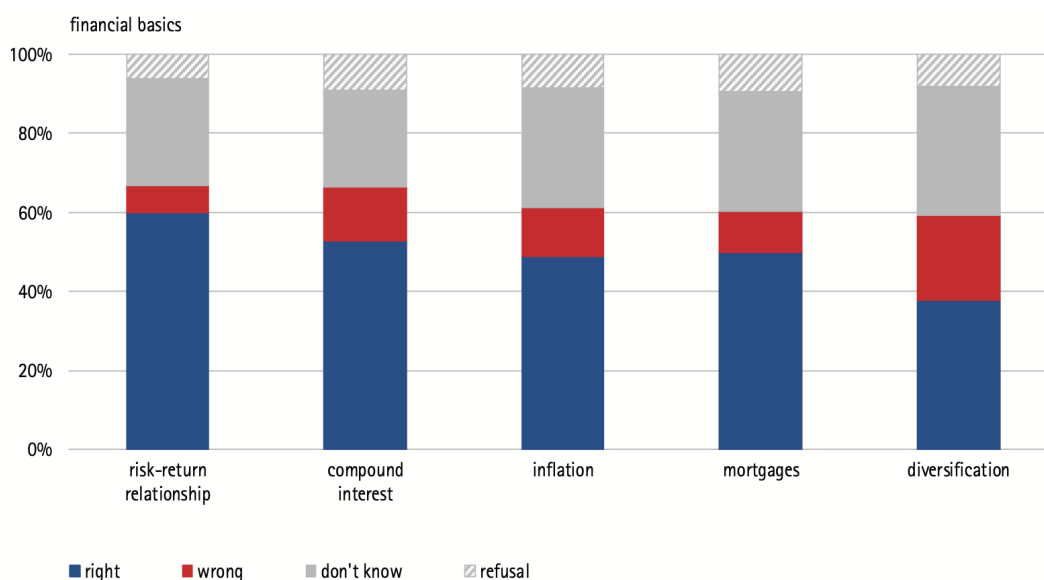
⁶⁶ Si veda: sito web Tinaba Banca Profilo.

2.6 Partecipazione e domanda della consulenza in Italia

Prendendo in analisi la situazione in Italia, appare di grande rilevanza approfondire le abitudini di investimento e l'educazione finanziaria delle famiglie Italiane. A tal proposito la Consob, pubblica ogni anno un report, contenente tutte le caratteristiche riguardanti l'educazione finanziaria, risparmio e le scelte di investimento degli Italiani.

La pubblicazione del 2020, mostra come la cultura finanziaria degli Italiani resta contenuta sebbene in lieve miglioramento, rispetto alle rilevazioni degli anni precedenti. Dalla figura sottostante possiamo notare, come la quota di intervistati risponde correttamente a domande su conoscenze finanziarie di base oscilla dal 38%, in caso concetto di diversificazione, al 60% se si parla di rischio-rendimento.

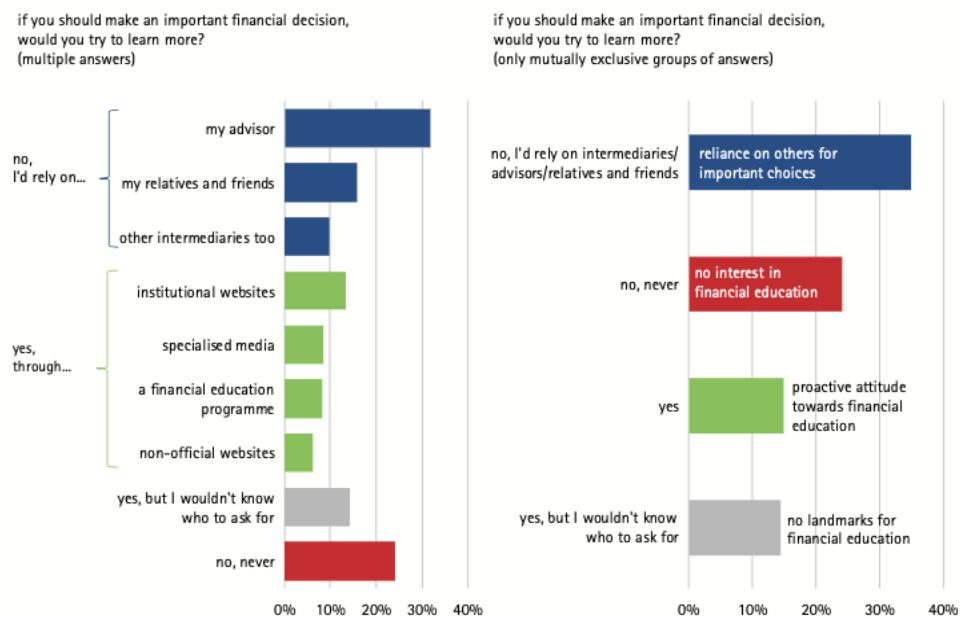
Figura 2.4: Conoscenza finanziaria attuale (2020)



Fonte: Consob, Report on financial investments of Italian households, 2020.

Anche qui le conoscenze in ambito finanziario risultano essere positivamente correlate con il livello di istruzione e con la provenienza geografica nelle regioni del centro e del nord. Per quanto riguarda invece il livello di attitudine ad acquisire maggiori informazioni finanziarie in occasione di decisioni importanti, viene manifestato da circa il 60% degli intervistati, che in alcuni casi non escludono di affidarsi all'intermediario di riferimento. Dal grafico (figura 2.5) possiamo vedere come la fiducia verso i consulenti sta crescendo sempre di più di anno in anno, e questo rappresenta sicuramente un fattore positivo⁶⁷.

Figura 2.5: Educazione finanziaria: Attitudine (2020)

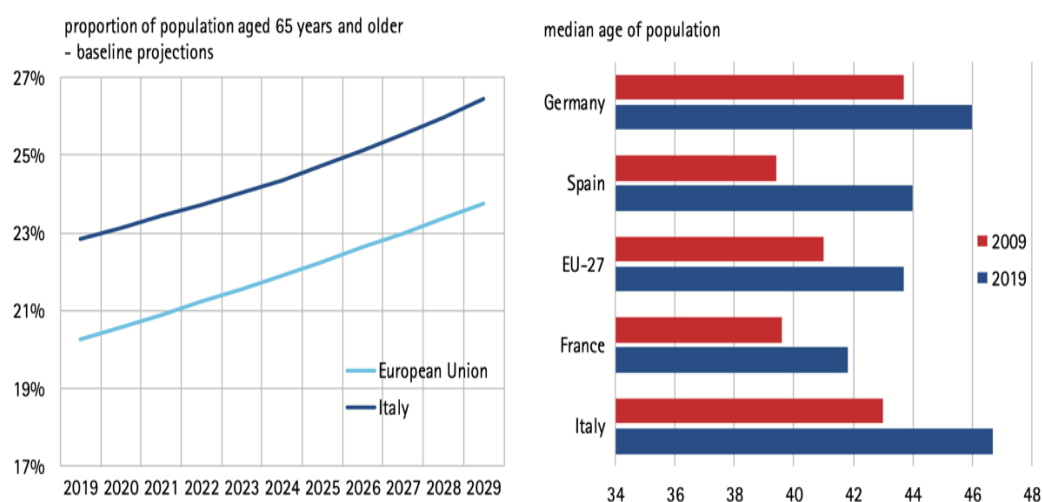


Fonte: Consob, Report on financial investments of Italian households, 2020.

⁶⁷ Report on financial investments of Italian households, Behavioral attitudes and approaches, Consob, 2020.

Altro fattore importante riguarda la digitalizzazione e l'anzianità della popolazione. La crisi innescata dalla pandemia contribuisce ad aumentare le sfide legate ad alcuni cambiamenti strutturali che caratterizzano le economie avanzate, tra cui la digitalizzazione e l'invecchiamento della popolazione. Tali sfide sono fondamentali per l'Italia, che nel confronto europeo si distingue negativamente sia per divario in termini di competenze digitali sia per un accentuato invecchiamento della popolazione. In particolare, l'età media si attesta a 47 anni, contro i 44 della media europea; la quota di persone oltre i 65 anni dovrebbe superare il 26% nel 2029 a fronte dell' 24% circa nell'eurozona⁶⁸; Anche per quanto riguarda lo sviluppo digitale e la connettività l'Italia si piazza al di sotto della media europea (figura 2.7).

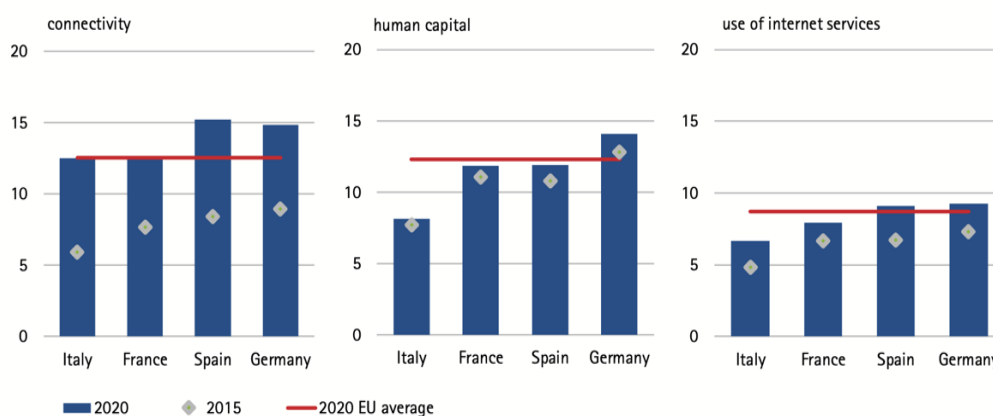
Figura 2.6: Invecchiamento della popolazione da 65 anni in su (2020)



⁶⁸ Eurostat, Demographic projections available as of July, 2020.

Fonte: Consob, Report on financial investments of Italian households, 2020.

Figura 2.7: Disponibilità di strumenti di connettività e competenze digitali domestiche (2020)



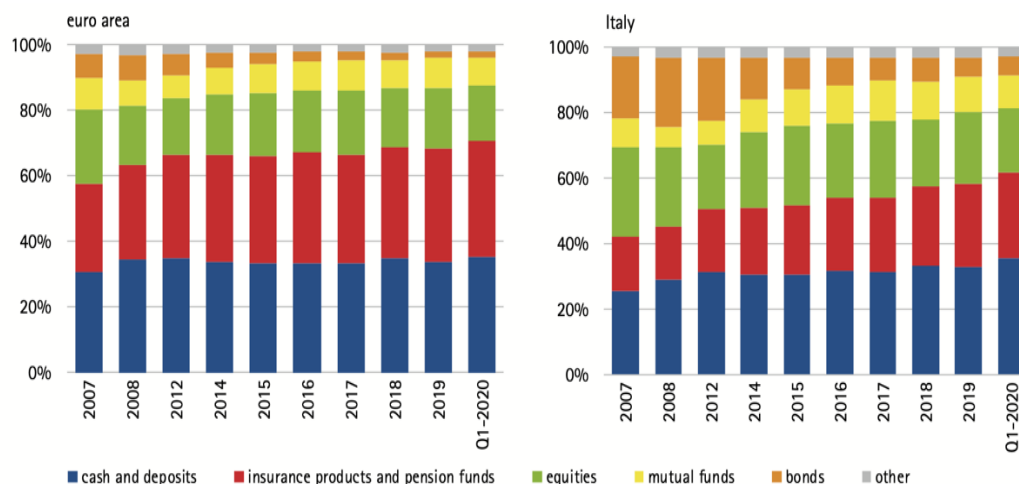
Fonte: Consob, Report on financial investments of Italian households, 2020.

Dal lato degli investimenti, nei maggiori paesi europei si osserva una rinnovata preferenza per la liquidità, accompagnato da un calo degli investimenti in azioni, obbligazioni e quote di fondi comuni di investimento, come evidenziato anche dai flussi finanziari nel primo semestre del 2020⁶⁹ (figura 2.8). Per quanto riguarda l'Italia, il dato conferma una tendenza in atto già dall'ultimo decennio, che ha visto diminuire il peso di azioni e obbligazioni e aumentare la quota di liquidità e di prodotti assicurativi e previdenziali. Le famiglie Italiane, inoltre si caratterizzano

⁶⁹ Eurostat, Equities includes listed and unlisted shares. Other includes financial derivatives and loans.

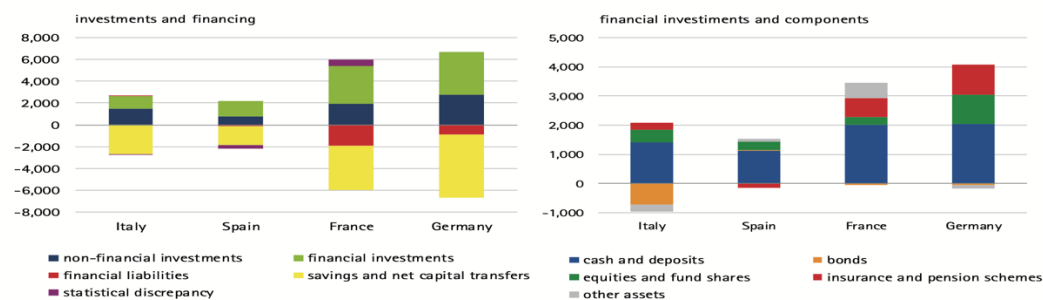
per investimenti finanziari pro capite inferiori a quelli riferibili alle famiglie Francesi e Tedesche⁷⁰ (figura 2.9).

Figura 2.8: Ripartizione delle attività finanziarie delle famiglie (2020)



Fonte: Consob, Report on financial investments of Italian households, 2020.

Figura 2.9: Investimenti e finanziamenti pro capite paesi europei (H2 2020)

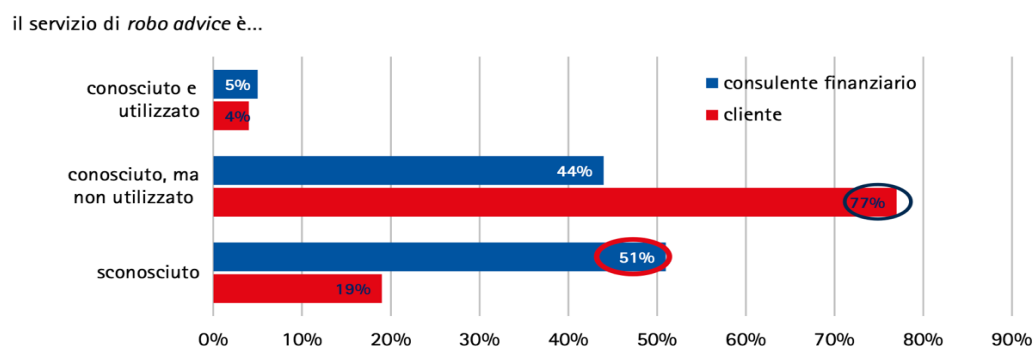


Fonte: Consob, Report on financial investments of Italian households, 2020.

⁷⁰ ECB, Households sector report, November 2020. Report on financial investments of Italian households, Behavioral attitudes and approaches, Consob, 2020.

Dal lato della consulenza finanziaria automatizzata, nel report annuale Consob su “La relazione consulente-cliente” dove vengono intervistati sia consulenti finanziari che clienti, rispettivamente vengono poste le seguenti domande “ *I suoi clienti conoscono il servizio di consulenza automatizzata?; Lei conosce il servizio di consulenza automatizzata?*” Dalla figura 2.10 possiamo notare come gli investitori rispetto ai consulenti dichiarano di aver almeno sentito parlare di *robo advice*, anche se solo il 4% ne usufruisce. Sebbene la percentuale di clienti che si avvale di servizi automatizzati appare stabile rispetto all’anno precedente, è interessante notare che la quota di investitori che dichiarano di non conoscere il *robo advice* si è ridotta del 90% circa nel 2017 al 19% nel 2018, a conferma della crescente attenzione al fenomeno da parte degli investitori che attualmente fruiscono di servizi tradizionali⁷¹.

Figura 2.10: Conoscenza del servizio di consulenza automatizzata (2019)



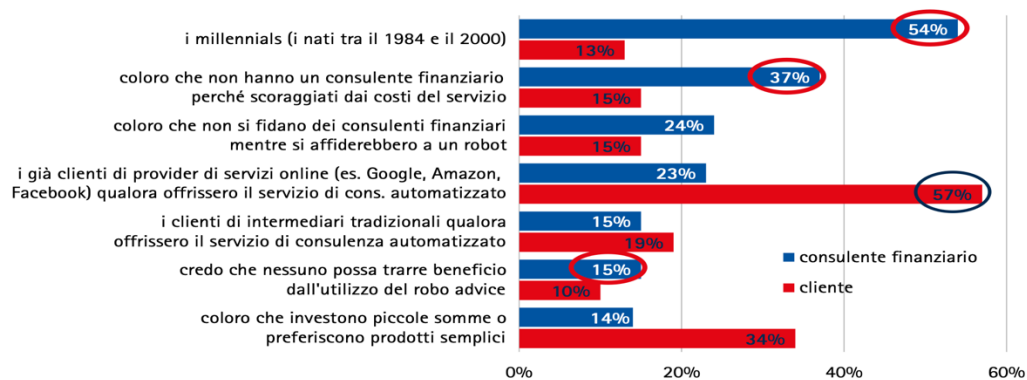
Fonte: Consob, Relazione consulente-cliente 2019. Le percentuali cerchiato segnalano una differenza statisticamente significativa tra i due gruppi.

⁷¹ Consob, La relazione consulente cliente, 2019.

Inoltre, agli intervistati che hanno dichiarato di conoscere le piattaforme di *robo advice*, è stato poi chiesto di individuare quali a loro avviso possano essere le categorie potenzialmente interessate a utilizzare dei servizi offerti su tali piattaforme. A tal riguardo, le opinioni di consulenti e clienti divergono in maniera significativa: mentre il 54% dei consulenti indica in primo luogo i *millennials*, la maggior parte dei clienti immagina che la consulenza automatizzata possa essere un servizio adatto a coloro che sono già utenti di providers di servizi online, ossi i GAFA⁷² o a coloro che investano piccole somme e/o preferiscono prodotti semplici (34%).

Figura 2.11: Potenziale clientela dei robo advisor (2019)

È possibile che si rivolga a un *robo advisor*...



Fonte: Consob, Relazione consulente-cliente 2019. Le percentuali cerchiate segnalano una differenza statisticamente significativa tra i due gruppi.

⁷² GAFA: Acronimo di Google, Amazon, Facebook, Alibaba.

Complessivamente, questi dati permettono di spiegare parte dello scarso sviluppo della consulenza finanziaria automatizzata. Il ruolo più importante è sicuramente quello ricoperto dall'educazione finanziaria, in quanto una persona con buona educazione finanziaria è in grado, prima di tutto di risparmiare, e infine di capire il valore dell'investimento. In secondo luogo lo sviluppo digitale è una variabile importante per l'adozione di strumenti finanziari così innovativi, e dai dati si nota come l'Italia deve fare ancora molti passi avanti.

Infine è importante sottolineare come l'Italia sia un paese fortemente “*bancocentrico*” e tramite le banche vengono canalizzati la maggior parte degli investimenti⁷³. Nella maggior parte dei casi infatti, gli italiani si rivolgono alle banche per gran parte dei prodotti detenuti in portafoglio e non cercano soluzioni alternative. Certo, anche le banche stanno investendo in tecnologia, un po' per ridurre i costi e un po' per restare al passo con i tempi. Ciononostante la figura del consulente umano è rimasta al centro, tanto che, in Italia ha preso piede il cosiddetto *robo advisor* ibrido. Come riportato da Marco Giorgino⁷⁴ “*L'automazione, non è in grado di gestire la componente emotiva del risparmiatore, in particolare in momenti di volatilità dei mercati, come quelli attuali. Di conseguenza non stupisce che il cliente retail chieda l'interazione con un soggetto umano.*”

⁷³ Sole 24 ore, Il robot gestore dei risparmi costa poco ma in Italia lo usano in pochi, Vittorio Carlini, aprile 2019.

⁷⁴ Marco Giorgino: Direttore scientifico dell'Osservatorio Fintech & Digital Finance del PoliMi.

2.7 Analisi SWOT del mercato dei robo advisor

L'analisi SWOT è uno strumento di pianificazione strategica che viene utilizzato per delineare aspetti e caratteristiche di un determinato fenomeno, tenendo conto sia delle variabili interne che esterne. Lo scopo di questa analisi è quello di andare ad individuare i pro e i contro legati all'attività di *Robo advisory* e di come incidano su di esso le variabili di mercato. Vengono prese in considerazione le peculiarità dei *robo advisor* in modo da identificare punti di forza e di debolezza, ed allo stesso tempo verificare come dal mercato vengono trasmesse potenziali opportunità e minacce⁷⁵.

Figura 2.12: Schema riassuntivo SWOT analysis



Fonte: Elaborazione personale.

⁷⁵ Jung & Glaser, Robo advisory: Opportunities and Risks for the future of financial advisory, January 2019.

2.7.1 Punti di forza (Strengths)

Il principale punto di forza, che influenza la percezione del cliente, riguarda le commissioni. Sia i *Robo advisors* ibridi, che quelli interamente digitalizzati, riportano un carico oneroso molto inferiore rispetto alle *fees* caratteristiche della consulenza classica. Questo perché il servizio di consulenza automatizzata è completamente dematerializzato o quasi, permettendo così un sostanziale risparmio, inoltre si è svincolati da possibili costi nascosti che il consulente tradizionale tende a non palesare in prima battuta che possono incidere negativamente sulla fiducia del rapporto.

Altro vantaggio riguarda l'importo minimo investibile. Si tratta di una novità molto importante nel settore degli investimenti, infatti nella consulenza classica per accedere a certi servizi bisogna avere un capitale iniziale abbastanza importante, mentre con i *robo advisor* no. Questo permette di attirare target di investitori esclusi dai servizi classici. La diminuzione del prezzo del servizio è infatti un vantaggio di cui godono principalmente coloro che hanno già maturato esperienza nel campo degli investimenti. Questo può spiegarsi da un punto di vista psicologico, in quanto la percezione di tale beneficio si traduce in termini di risparmio per gli investitori che decidono di trasferire le proprie risorse da un servizio costoso ad uno più economico. Per coloro che invece non hanno mai utilizzato questo genere di servizio, sarà percepito come un costo per usufruire del servizio. Proprio per questo motivo, l'opportunità di avviare un processo di investimento con un capitale

limitato è una buona opportunità per tutti gli investitori. I *robo advisor* più sviluppati offrono diverse strategie di investimento a seconda che si tratti di un *millenials* o un pensionato.

Come detto nelle pagine precedenti la digitalizzazione dei processi e la semplificazione tecnologica attraverso *app e smartphone* abbiano avvicinato tutte le fasce della clientela al web. Anche per i *robo advisor* la facilità di accesso viene vista come un sostanziale vantaggio competitivo rispetto ai tradizionali player e ciò contribuisce alla costruzione di un rapporto di fiducia con la clientela. Inoltre, la *customer experience* è alla base del crescente interesse dei *millennials* e dei *baby boomer* verso la consulenza digitale. L'accessibilità continua rafforza la percezione della fruibilità contribuendo a migliorare la percezione della clientela⁷⁶. Altri punti di forza possono riscontrarsi sotto un punto di vista operativo. In particolare, gli algoritmi automatici implementati per l'attività di *asset allocation* e di *rebalancing* consentono di risparmiare i tempi tecnici necessari richiesti dall'attività di consulenza tradizionale. Inoltre per quanto riguarda le performance, è stato empiricamente dimostrato come la gestione tramite *robo* sia in grado di battere, in un numero significativo di casi, sia portafogli autogestiti, sia la gestione di *mutual funds portfolios*⁷⁷. Infine l'implementazione di algoritmi permette di non subire l'influenza psicologica di eventuali fasi di svalutazione degli *asset*. In tali

⁷⁶ Antonello Di Mascio, Wealth Management e Fintech, egea 2019.

⁷⁷ M. Reher, C. Sun, Robo advisers and mutual fund stickiness, 2016.

circostanze, gli investitori sono portati a liquidare i propri investimenti provocando in molti casi perdite. Pertanto, l'attività svolta dal robot elude la possibilità di subire danni economici causati da impulsi psicologici irrazionali.

2.7.2 Punti di debolezza (Weaknesses)

Come spesso accade alcune peculiarità di un modello possono essere percepite sia come punti di forza sia come potenziali limiti o debolezze. La prima debolezza riguarda la bassa interrelazione tra il cliente e la piattaforma, che comunque rappresenta un limite al rapporto umano e interpersonale. Un consulente digitale che può operare direttamente sul mercato viene visto come eccessivamente spersonalizzante, ad esempio in caso di performance negative o eventuali errori del *robo advisor*, il cliente potrebbe trovarsi in difficoltà per superare incomprensioni o attriti. La bassa interazione però viene superata da alcuni *players* con l'utilizzo di *robo advisor* ibridi, che prevedono su richiesta e con un costo, un consulente a distanza con cui dialogare.

Un ulteriore punto a sfavore riguarda la gestione dei conflitti di interesse che possono influire negativamente sull'offerta. In alcuni casi le piattaforme utilizzano fondi o ETF della casa madre per dare luogo a strategie di investimento esponendosi quindi alla critica del potenziale conflitto di interesse. Risulta quindi evidente come alcuni dei problemi tipici della consulenza tradizionale si ritrovino anche in quella automatizzata. Questo problema tuttavia, non è tanto dovuto all'incapacità del *robot*

di generare risultati efficaci, quanto piuttosto dalla mancanza di nobiltà nell'elaborazione dello strumento automatico.

Altro aspetto negativo riguarda la selezione di alcuni panieri di titoli che vengono preimpostati secondo determinati criteri di rischio. Questo causa una sorta di depersonalizzazione della raccomandazione. Il vero tema rilevante, che sfugge alla consulenza automatizzata, riguarda l'incapacità di catturare gli eventi rilevanti nella vita di un cliente. Ad esempio eventi come la malattia o la nascita di un figlio sono casi che mutano il corso della vita e che vengono presi in considerazione nel rapporto tra consulente tradizionale e cliente, dando luogo a un riequilibrio del portafoglio complessivo. Nel caso del *robo advisor* questi eventi sfuggono se il cliente non si riprofila e quindi si corre il rischio di attuare una strategia non più coerente⁷⁸.

2.7.3 Opportunità (opportunities)

L'innovazione e la digitalizzazione contenuta all'interno dei servizi *di robo advisor*, presenta due principali opportunità per lo sviluppo del servizio. In primo luogo, la “*democratizzazione*” del servizio, come detto precedentemente ha permesso l'accesso alle fasce di popolazione più giovani e ai clienti che non potevano accedere al servizio di consulenza tradizionale. Sebbene il nuovo *target* sia caratterizzato da un livello di risparmio sotto la media, la consulenza automatizzata

⁷⁸ Robo advisors as automated personal financial planners-swot analysis, Krzysztof Waliszewski, settembre 2020.

darebbe comunque l'opportunità di attirare nuove categorie completamente trascurate dalla consulenza classica. Attrarre un'eterogeneità di clientela potrebbe risultare una chiave molto importante per il successo dei *robo advisor*, permettendo di ampliare ulteriormente l'universo investibile tramite risorse e di proporre nuove opportunità di investimento. In secondo luogo, il gap tra i patrimoni gestiti dai *robo advisor* e quelli gestiti dalla consulenza tradizionale è dovuto al fatto che gli HNWI⁷⁹, siano ancora poco attratti da questi nuovi servizi innovativi. Pertanto, questo segmento potrebbe essere una grande opportunità per le imprese di *robo advisory*. Alcune aziende come *Betterment*, sta cercando di applicare una sostanziale integrazione tra il servizio tradizionale a quello automatico, passando così da un sistema B2C ad uno B2B2C.

Altre opportunità riguardano la personalizzazione del prodotto. Infatti, attualmente le piattaforme di consulenza automatizzata non riescono a captare tutte le variabili emotive di un cliente, rispetto ad uno tradizionale. Per questo motivo attraverso il continuo investimento in tecnologia, le piattaforme di *robo advisor* potrebbero riuscire a ricavare maggiori informazioni di carattere comportamentale e psicologico. Associando le peculiarità dei clienti, con il questionario MIFID che quest'ultimi sono obbligati a compilare sarebbe possibile ottenere un servizio

⁷⁹ HNWI: High net worth individual, ovvero individui ad alto patrimonio netto

personalizzato e a basso costo, segnando una vera e propria rivoluzione nel campo della consulenza⁸⁰.

2.7.4 Minacce (Threats)

L'ambiente competitivo potrebbe rappresentare una potenziale minaccia futura per il settore. Infatti la continua crescita di questo mercato porta ad una elevata competitività tra nuove start-up e colossi finanziari già affermati nel campo della consulenza tradizionale che cercano di entrare nel settore dei *robo advisor*. L'effetto che ne deriva porta ad un'offerta molto elevata che implica una forte competizione tra i diversi attori. Ad oggi, i *robo advisor* presenti sono molto segmentati in base al servizio e al target di riferimento. Per questo motivo, attualmente è ancora possibile identificare consulenti automatizzati specializzati in determinati rami e che si riferiscono a determinate fasce di risparmiatori.

Una seconda minaccia riguarda una possibile restrizione e controllo da parte delle autorità. I tratti innovativi della fattispecie hanno provocato delle problematiche riguardo alla regolamentazione dei nuovi *players*, sia in termini di operatività, sia per quanto riguarda le condizioni di tutela dei risparmiatori. A queste potenziali minacce si aggiunge anche il fatto che il servizio essendo online, le frontiere sono abbattute. Ad esempio, un investitore Italiano potrebbe rivolgersi ad un *Robo advisor* cinese o americano, collegandosi semplicemente al sito web, il rischio in

⁸⁰ T.D. Cocca, Potential and limitations of virtual advice in wealth management,2016

questo caso risiede nel fatto che è possibile incorrere in fattispecie di bassa tutela per l'investitore. Per questo motivo, molte autorità nazionali hanno cominciato ad interessarsi particolarmente al fenomeno.

In conclusione, le ottime performance conseguite dai robot successivamente all'esplosione della domanda dei servizi, si attenuano nel caso in cui l'andamento del mercato subisca un'inversione di marcia. Infatti, da quando sono comparsi i *robo advisor*, essi hanno sempre operato all'interno di un contesto espansivo, denominato bull market. Quindi una potenziale minaccia riguarda la reazione dei *robo advisor* ad una potenziale fase recessiva del mercato e di come quest'ultimi possano continuare a generare profitti. A seconda delle caratteristiche del *robot*, sono possibili reazioni reattive o al contrario troppo lente al cambiamento. La maggior diffusione dei *robo ibridi*, aiuta a superare questa potenziale minaccia.

Capitolo 3- Clientela target e strategia di investimento

3.1 Profilazione dell'investitore

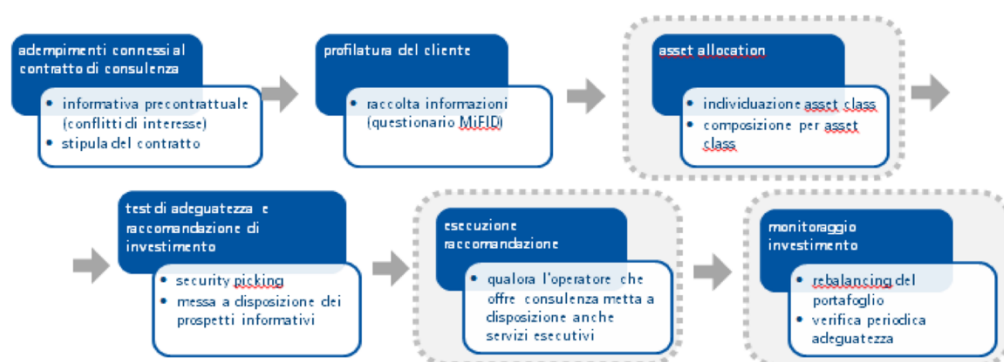
Dallo studio condotto fino a questo momento, è stato ampiamente evidenziato come la consulenza automatizzata si rivolge principalmente a soggetti che abbiano dimestichezza con il web e i vari strumenti digitali. Nel contesto anglosassone, i clienti *di robo advisors* sono tipicamente i *Millennials*, caratterizzati da un patrimonio più contenuto rispetto a quello del cliente medio di un consulente fisico. Le evidenze del mercato domestico invece, rilevano, una situazione diversa: i clienti, sono prevalentemente uomini, ricadono nella fascia di età compresa tra i 40 e i 60 anni, sono già abituati alle scelte di investimento, dispongono di un reddito medio- alto e accedono ai servizi di *robo advice* per verificarne convenienza e comodità. I *millennials* rappresentano il target perfetto date le loro caratteristiche commerciali: sono abituati a utilizzare tutti i giorni internet per la ricerca di informazioni, prodotti e servizi tramite rete, utilizzano piattaforme di e-commerce, online banking ed infine hanno sperimentato in prima persona la dematerializzazione della maggior parte dei servizi⁸¹.

Queste evidenze fanno di questa generazione l'ideale e la più propensa ad intraprendere un percorso virtuale di consulenza automatizzata attraverso l'utilizzo

⁸¹ R.Ferrari, L'era del Fintech, 2016.

di un computer piuttosto che instaurare rapporti relazionali e consulenziali con un *advisor* tradizionale. In generale l'automazione può interessare una o più fasi della catena del valore del servizio di consulenza⁸².

Figura 3.1: 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.

Il primo passaggio riguarda gli adempimenti connessi al contratto di consulenza, ovvero il cliente viene a conoscenza dell'informativa precontrattuale (eventuali conflitti di interesse) e stipula il contratto. L'individuazione del profilo dell'investitore rappresenta il secondo passo per la nascita di un rapporto interattivo tra il cliente e il *robo advisor*. In questa fase l'obiettivo del consulente è quello di

⁸² Quaderni Fintech, La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziati, Gruppo di lavoro Consob, Superiore Sant'Anna, Università Bocconi, Università di Pavia, Università di Verona, gennaio 2019.

raccogliere le informazioni personali del potenziale investitore, andandone ad identificare un profilo di rischio finalizzato all'assegnazione del portafoglio più opportuno per le sue esigenze di investimento.

Le informazioni devono essere raccolte come richiesto dalla direttiva MIFID II attraverso un test di adeguatezza⁸³ da sottoporre alla clientela che si divide in quattro aree di interesse: Conoscenza ed esperienza, situazione patrimoniale, obiettivi d'investimento e orizzonte temporale ed infine avversione al rischio⁸⁴. Per i servizi di investimento e gestione del portafoglio è richiesta un'ampia conoscenza del cliente e una conseguente piena valutazione di adeguatezza dell'operazione per il cliente stesso, nel caso in cui si ritenga un'operazione non adeguata per il cliente, l'intermediario non potrà eseguire l'operazione⁸⁵.

Data la natura del servizio, il questionario viene somministrato online in modo da permettere l'agevolazione ai servizi di investimento e la velocizzazione dell'intera *customer experience*. I quesiti che vengono posti agli utenti sono necessariamente chiari, in modo da essere comprensibili a chiunque, evitando così problemi di difficoltà o incomprensioni nelle risposte. La struttura scelta per la proposizione delle domande è quella ad albero, così che partendo da alcuni quesiti base a seconda della risposta selezionata dal cliente saranno sottoposte soltanto domande

⁸³ Ai sensi dell'art. 40 Regolamento Intermediari, che recepisce l'art. 25, par.2, MIFID II.

⁸⁴ ESMA, Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza, novembre 2018.

⁸⁵ Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari, Sfameni & Giannelli, egea, 2019.

conseguenziali e specifiche, in modo da rendere più veloce, semplice e personalizzata la compilazione. Per questo motivo ci sono alcune domande base fatte a individui che si registrano alla piattaforma web e altre che vengono poste solo in seguito ad alcune risposte specifiche, seguendo un filo logico specifico. Il documento è strutturato in modo che se la domanda permette l'assegnazione del cliente ad un profilo, per esempio bassa conoscenza, non vengono sottoposti altri quesiti. Se invece le domande non permettono una classificazione immediata, vengono poste nuove domande che permettono di approfondire le caratteristiche dell'investitore, classificandolo adeguatamente.

Il questionario si divide in due parti: nella prima parte viene individuato il grado di conoscenza del cliente e sulla base di queste informazioni vengono fatte delle domande più o meno tecniche, la seconda parte invece, è inerente al profilo di rischio, le domande sono formulate in modo semplice nel caso di utenti poco qualificati nel campo "conoscenza bassa" o "medio-bassa", oppure formulate in maniera sofisticata nel caso i soggetti appartengono al campo, "conoscenza alta" o "medio-alta".

Tali questionari sostituiscono le classiche interviste personali tra consulente e investitore caratteristiche della consulenza tradizionale, riducendo le inefficienze di tempo e la burocrazia. Il processo richiede dieci minuti di tempo, ed è possibile fornire i dettagli del proprio conto bancario e caricare i documenti necessari direttamente online.

Se da un lato questo tipo di somministrazione risulta essere efficiente dal punto di vista della *customer experience*, dall'altro lato possono sorgere alcune problematiche e debolezze. Infatti uno schema così ridotto rischia di diventare superficiale in relazione alle esigenze di investimento e alle informazioni essenziali per la profilazione del cliente. Ad esempio, un'autovalutazione effettuata dal cliente potrebbe risultare fuorviante a causa dei comuni *bias* rappresentati dalla tendenza a dare risposte non veritiere, come il caso di *overconfidence*, in cui il soggetto è portato ad amplificare la percezione della propria propensione al rischio⁸⁶.

In merito a questa situazione l'ESMA suggerisce, di sostituire i quesiti autovalutativi con quesiti che testino in maniera diretta le competenze finanziarie del potenziale investitore, costruiti sulla base della finanza comportamentale, inoltre ha proposto di inserire spiegazioni per ogni domanda nel caso in cui alcune risposte risultino incoerenti.

In conclusione, possiamo considerare valido il principio della proporzionalità, ovvero il grado di informazioni richieste deve essere adeguato alla tipologia di prodotto offerto, quindi se il servizio di *robo advisor* è per definizione semplice e accessibile a tutti, allora, in quanto tale non c'è bisogno di avere informazioni particolarmente accurate circa le attitudini del cliente.

⁸⁶ Si veda, tra gli altri, Loewenstein (1988), Loewenstein e Prelec (1991), Thaler (1981).

3.2 Asset Allocation

Allocare le risorse finanziarie disponibili del cliente tra le diverse *asset class* scelte, rappresenta un punto di primaria importanza per il servizio di consulenza finanziaria. Lo scopo è quello di individuare una possibile combinazione ottimale di attività in cui investire che rispecchi le esigenze del cliente. Le combinazioni dipendono dal livello di propensione al rischio e dal rendimento atteso dall'investitore, tutte informazioni che scaturiscono dalla compilazione del questionario MIFID. Nel processo di composizione del portafoglio, gli algoritmi dei *robo advisors* utilizzano la “*Moderna teoria del Portafoglio di Markowitz*”. Il modello si basa su una significatività teorica indiscutibile, ma l'applicazione pratica trova alcune debolezze. Ad esempio, la prima considerazione viene fatta sul set di ipotesi su cui si basa la teoria, troppo semplificato e stringente. Inoltre, eventuali errori di stima dei parametri potrebbero rendere i portafogli inefficienti. Infine, i portafogli sono formati da composizioni irragionevoli e spesso instabili, in quanto piccole variazioni nella misura delle variabili sono sufficienti a modificarne l'intera composizione.

Le debolezze del modello di *Markovitz* riguardano sia la consulenza tradizionale che quella basata su l'automatizzazione del servizio. Per questo motivo, quasi tutti i *robo advisor*, al fine di mitigare i rischi, hanno provveduto ad integrare il modello classico con altri metodi. Questo tipo di procedimento viene chiamato

“*Multidimensional improvement of Modern Portfolio Theory*⁸⁷”, in particolare la stima degli *expected return* viene effettuata tenendo conto di ulteriori modelli utilizzati nella disciplina finanziaria, come il *CAPM*, *Dividend Discount Model* e il *Black-Litterman Model*. Per quanto riguarda le misure di rischio utilizzate, oltre alla varianza o alla deviazione standard, ci sono il *value at risk* (VaR) e *Conditional Value at Risk* (CVar). Le piattaforme di *robo advisor* oltre a trovare un modo per combinare le diverse teorie finanziarie, utilizzano algoritmi di ottimizzazione e di analisi di sensibilità. Ad esempio la programmazione quadratica, che ha lo scopo di ottimizzare funzioni quadratiche multivariabili; il metodo Monte Carlo, basato su procedimenti probabilistici al fine di ridurre il grado di incertezza di un parametro stimato; analisi di *stress testing*, utile per verificare come uno strumento finanziario reagisce ad eventuali crisi economiche; *back testing*, analisi che permette di testare il modello analitico su serie storiche.

Le tre principali *asset class* dove vengono allocate le risorse del cliente sono azioni, obbligazioni e *asset* legati all’inflazione. Diversi *robo advisor* inseriscono delle descrizioni dettagliate delle classi su cui investire, accompagnata da una spiegazione delle peculiarità di ogni categoria scelta⁸⁸.

In conclusione a livello di allocazione delle risorse, diversi *advisor* per garantire un’adeguata diversificazione del portafoglio ed evitare una concentrazione

⁸⁷ Robo Advisors: Quantitative methods inside the robots, Beketov & Lehmann, 2018

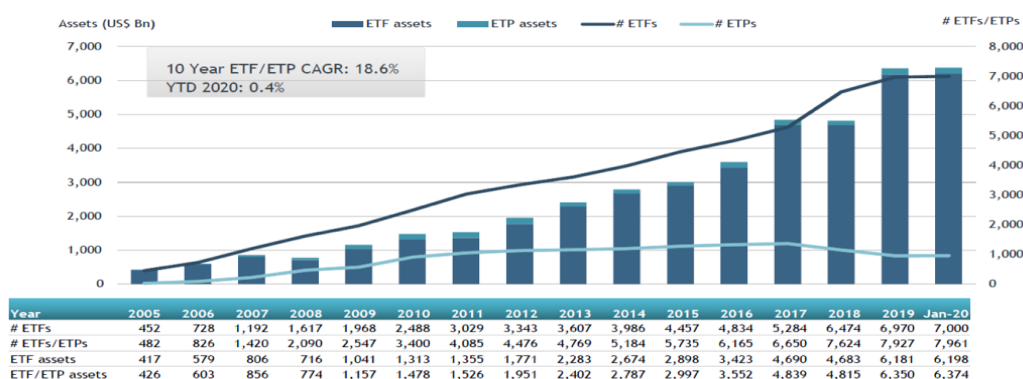
⁸⁸ Moneyfarm, portafogli strategici 2021.

eccessiva su poche *asset class*, hanno deciso di inserire dei vincoli quantitativi. Ad esempio *Wealthfront*, impone che ogni categoria deve influenzare il portafoglio per un minimo del 5% e un massimo del 35%⁸⁹.

3.2.1 ETF (*Exchange Traded Fund*)

Gli ETF sono particolari fondi o SICAV a basse commissioni di gestione negoziati in borsa come delle normali azioni. Si caratterizzano per il fatto di avere come unico obiettivo quello di replicare fedelmente l'andamento e quindi il rendimento di indici azionari, obbligazionari o di materie prime⁹⁰. Da diversi anni il mercato degli ETP continua vivere una fase di forte crescita e diffusione, come possiamo vedere dalla Figura 3.2, che mostra la costante crescita delle masse gestite a livello mondiale attraverso ETF e ETP.

Figura 3.2: Andamento globale delle masse gestite in ETP e ETF



Fonte: ETFGI data source from ETF/ETP sponsors, exchanges, Bloomberg, 13 febbraio 2020.

⁸⁹ Si veda sito web *Wealthfront*.

⁹⁰ Definizione su Borsa Italiana.

I motivi che caratterizzano questo successo crescente, al punto che ogni anno aumentano le masse gestite, sono collegati ai numerosi pregi offerti da questo strumento finanziario. Tra le peculiarità più importanti troviamo: la replica passiva, gli ETF infatti replicano passivamente la composizione del benchmark di riferimento, con la conseguenza positiva che le performance, ma anche il profilo di rischio-rendimento, sarà perfettamente in linea con quella dell'indice preso in considerazione. La replica passiva impedisce infatti che l'ETF possa realizzare sotto-performance rispetto al benchmark, che è una criticità frequente tra i fondi comuni di investimento. La replica può essere fisica⁹¹ o sintetica⁹²; Costi degli ETF, la politica di gestione passiva e la quotazione in borsa consentono agli ETF di abbattere i costi tipici della gestione attiva e quelli legati alla distribuzione, garantendo agli investitori l'accesso a mercati e a strategie di investimento altrimenti difficilmente raggiungibili con commissioni di gestione così ridotte. Le commissioni di gestione annua sono le commissioni che incassa la società che amministra l'ETF e sono sintetizzate dal TER (*Total Expense Ratio*) che oscilla dallo 0,20% allo 0,45%; trasparenza, gli ETF replicando un indice di mercato consentono agli investitori di essere perfettamente consapevoli del profilo rischio/rendimento del proprio investimento nonché del portafoglio titoli a cui sono

⁹¹ Replica fisica: prevedono l'acquisto diretto e materiale delle obbligazioni e delle azioni che compongono il paniere di riferimento del benchmark

⁹² Replica sintetica: prevede l'utilizzo di strumenti derivati (swap) che permettono di replicare la performance del paniere sottostante.

esposti. Essi inoltre hanno un prezzo che si aggiorna in tempo reale in funzione delle componenti dell'indice di riferimento, quindi l'investitore è consapevole dell'andamento del proprio investimento anche grazie alla pubblicazione giornaliera del NAV (*Net Asset Value*); flessibilità, gli ETF non hanno scadenza e contemporaneamente sono quotati in borsa in tempo reale, l'investitore può quindi gestire l'orizzonte temporale dell'investimento, che può andare dal brevissimo termine al medio/lungo termine. Infine, considerando che il lotto minimo di negoziazione è pari ad una sola quota/azione, è possibile prendere posizione su indici di tutto il mondo⁹³.

Naturalmente esistono anche delle criticità legate ai gestori passivi. Il principale svantaggio consiste nel fatto che non tutti gli ETF sono liquidi e ben scambiati. Infatti può capitare di trovare ETF che hanno un controvalore medio quotidiano inferiore a 500mila euro, caratterizzati quindi da poca liquidità e pochi volumi scambiati. Una seconda criticità riguarda il *tracking error*, ovvero lo scostamento tra la performance effettiva dell'ETF e quella registrata dal benchmark di riferimento. Tali discrepanze possono dipendere dalle spese, costi di transazione o delle commissioni pagate dal fondo, dalla politica adottata dal gestore, dalla frequenza con cui si attua il *rebalancing* del portafoglio e dalle strategie di *tracking* implementate dai gestori. Una terza consiste nel fatto che se si effettuano diverse

⁹³ Gabriele Bellelli, Investire con gli ETF e con gli ETC, Hoepli 2020.

transazioni anche nell'arco dello stesso *trading day* è possibile subire uno spread sul NAV che fluttua nella giornata a seconda dell'andamento delle contrattazioni, potendo perciò comprare una quota ad un prezzo più alto rispetto a quello a cui si vende, generando una perdita di capitale.

3.3 Monitoraggio e ribilanciamento automatico

Completata la selezione delle diverse *asset class* correlate alla propensione al rischio del cliente, la gestione della ricchezza si sposta sul monitoraggio delle performance e sul possibile ribilanciamento dello stesso, con lo scopo di garantire che la strategia inizialmente applicata continui ad operare correttamente e che il rischio del portafoglio non aumenti. Infatti quest'ultimo, in assenza di interventi varierebbe proporzionalmente alle variazioni del prezzo degli strumenti finanziari. Proprio questa fase si identifica come la più importante per i *Robo advisor*⁹⁴. La piattaforma infatti, necessita di algoritmi specifici che riescano ad eseguire strategie di allocazione orientate al breve e al medio termine, senza l'intervento dell'uomo. Automatizzando questi processi, viene infatti eliminata la componente soggettiva ed emotiva che risiede nelle scelte dell'investitore, superando così molti *bias* comportamentali.

⁹⁴ U.S. Wealth management, Portfolio rebalancing, 2020.

In generale in situazioni significative gli investitori assumono comportamenti irrazionali, ad esempio in situazioni di entusiasmo dei mercati vengono compiute mosse particolarmente azzardate e ottimistiche, al contrario in caso di andamento negativo del mercato vengono assunte posizioni conservative/difensive. Inoltre, un eccessivo monitoraggio del portafoglio porta l'investitore a movimentare troppo frequentemente il capitale investito, imbattendosi in costi di transazioni facilmente evitabili. Si rischierebbe, inoltre, di perdere l'obiettivo iniziale del portafoglio, focalizzandosi troppo sull'andamento fuorviante di breve periodo.

Per quanto riguarda il monitoraggio, solitamente avviene confrontando in ogni istante l'andamento del portafoglio con dei *benchmark* di riferimento. I portafogli costruiti secondo l'approccio tradizionale prevedono l'utilizzo di indici di mercato che rispecchino le caratteristiche essenziali del portafoglio. Nel caso dei *robo advisor* i portafogli non sono creati sulla base di una gestione attiva, ma attraverso ETF a gestione passiva, quindi si potrebbe monitorare esclusivamente il *tracking error*, ovvero l'errore commesso dai gestori passivi nel replicare il benchmark di riferimento.

Il tipo di monitoraggio effettuato dai *robo advisor*, avviene esclusivamente sul principio dell'*event-driven monitoring*, ovvero controllo azionato sulla base del verificarsi di importanti eventi a livello macro economico che possono determinare una irregolarità dei mercati e incidere sul rapporto rendimento-rischio del portafoglio nel futuro prossimo. Per questo motivo per mantenere un portafoglio

adatto alle esigenze dell'investitore si deve nel tempo ribilanciare quest'ultimo nel caso in cui si registra un discostamento dall'*asset allocation* di partenza e modificarla se non adatta. Per le modifiche delle *asset class* i consulenti automatizzati hanno al loro interno una squadra di analisti finanziari che si occupano di osservare variabili di mercato come indici di liquidità, volatilità, prezzi di materie prime e petrolio e politiche monetarie delle banche centrali.

Il ribilanciamento comprende delle strategie operative di attuazione degli obiettivi del monitoraggio, quindi tutti i processi che comprendono l'acquisto e la vendita delle classi del portafoglio con lo scopo di mantenere l'originale rapporto rischio-rendimento del cliente.

Per quanto riguarda le principali strategie di ribilanciamento abbiamo: *time-based*, *threshold-based* e *time-and-threshold*⁹⁵.

La prima strategia, ovvero la *time-based*, è di solito utilizzata da *advisor* tradizionali: prevede un monitoraggio effettuato su frequenza temporale predeterminata, ad esempio ogni giorno, settimana, mese, semestre ecc.; la principale variabile tenuta in considerazione è il tempo, il ribilanciamento avviene nel caso in cui si riscontrino scostamenti importanti.

La seconda strategia, prevede un monitoraggio continuo e un ribilanciamento eseguito nel caso in cui si rilevi un discostamento dei parametri che superi i limiti

⁹⁵ Deutsche Bank, Robo advice a true innovation in asset management, august 2017.

impostati. Ovvero, le attività con un peso eccessivo vengono vendute e il ricavato viene utilizzato per comprare titoli sotto pesati. Tale strategia ha delle criticità riguardanti la determinazione di determinati valori soglia. La *threshold-based strategy* è sicuramente la più diffusa tra i *robo advisor*, il monitoraggio continuo offre maggiore sicurezza al cliente. In entrambe le strategie, il consulente automatizzato può effettuare automaticamente il riadattamento del portafoglio o, inviare delle notifiche al cliente a cui spetta la decisione finale.

L'ultima strategia può essere considerata una combinazione delle precedenti, infatti consente di ribilanciare il portafoglio con una cadenza meno frequente poiché si verifica il superamento della soglia predeterminata solo a determinate scadenze temporali, riducendo in maniera importante i costi dell'attività di monitoraggio.

Bisogna chiarire che molte evidenze affermano che le differenze *nell'asset allocation* controllate a diversi intervalli di ribilanciamento sono basse anche nel lungo periodo, per questo si sconsiglia di riequilibrare il portafoglio troppo frequentemente, poiché il costo sostenuto per il *rebalancing* sarebbe superiore ai benefici che se ne trarrebbero.

Il ribilanciamento del portafoglio è fondamentale quando si usa una strategia di investimento basata sulla diversificazione, in quanto permette di minimizzare il rischio complessivo nel tempo. Esiste comunque un costo da sostenere per il *rebalancing*, le principali fonti di costo sono: Tassazione, se un titolo viene venduto per il ribilanciamento ad un prezzo più alto rispetto a quello iniziale, il capital gain

viene tassato al momento della vendita, generando un extra costo; Costi di transazione, spese che riguardano l'esecuzione di operazioni di acquisto/vendita dei titoli, per quanto riguarda gli ETF i costi coincidono con le commissioni dei broker e nell'eventuale *bid-ask spread*; Costo del tempo utilizzato per ribilanciare il portafoglio, in questo caso questa spesa nel servizio di *robo advisor* è irrisorio, il software è in grado di rendere automatico questo servizio.

In conclusione, i *robo advisor* offrono anche un servizio di ottimizzazione fiscale nella fase di *asset allocation* e *rebalancing*. Il servizio di *tax-loss harvesting*⁹⁶ è utilizzato per compensare i capital gain e le capital loss quando si vende uno strumento, con lo scopo di minimizzare l'imposizione fiscale.

Contemporaneamente alla vendita di una classe che ha generato del capital gain, gli algoritmi cercano e vendono un altro titolo detenuto in portafoglio che risulta essere in perdita. Con questo sistema si realizza una compensazione fiscale che ha l'obiettivo di ridurre l'imposta sugli utili e il titolo in perdita venduto, che può essere sostituito con uno alternativo e correlato in modo da mantenere la stessa esposizione⁹⁷.

3.4 Reporting

Il rapporto esistente tra il cliente e il consulente finanziario è ampiamente documentato. La direttiva MIFID II impone degli obblighi ben precisi anche per

⁹⁶ Wealthfront, Tax loss harvesting white paper, 2013.

⁹⁷ Jill E. Fisch, Marion Labourè, The emergence of the robo-advisor, December 2018.

quanto riguarda la fase di reporting, ovvero documentazione informativa che il cliente deve ricevere dopo aver instaurato un rapporto contrattuale con il consulente tradizionale o automatizzato che sia, con lo scopo di rendere più sicuro e trasparente l'intero processo di investimento.

L'articolo 24 della direttiva MIFID II stabilisce il contenuto della rendicontazione finanziaria che deve essere presentata trimestralmente o annualmente, e recita:

“ [...] 3. Tutte le informazioni, comprese le comunicazioni di marketing, indirizzate dalle imprese di investimento a clienti o potenziali clienti sono corrette, chiare e non fuorvianti. Le comunicazioni di marketing sono chiaramente identificabili come tali.

4. Ai clienti o potenziali clienti sono fornite tempestivamente informazioni appropriate sull'impresa di investimento e i relativi servizi, gli strumenti finanziari e le strategie di investimento proposte, le sedi di esecuzione e tutti costi e oneri relativi. Tali informazioni comprendono:

a) in caso di prestazione di consulenza in materia di investimento, l'impresa di investimento, in tempo utile prima della prestazione della consulenza, deve informare il cliente di quanto segue:

- i. Se la consulenza è fornita su base indipendente o meno;*
- ii. 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;

iii. Se l'impresa di investimento fornirà ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari ad essi raccomandati;

b) le informazioni sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte devono comprendere opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti finanziari o a determinate strategie di investimento, e l'indicazione se gli strumenti finanziari siano destinati alla clientela al dettaglio o alla clientela professionale, tenendo conto del mercato di riferimento di cui al paragrafo 2;

c) le informazioni su tutti i costi e gli oneri connessi, devono comprendere informazioni relative sia ai servizi d'investimento che ai servizi accessori, anche sul costo eventuale della consulenza, ove rilevante, sul costo dello strumento finanziario raccomandato o offerto in vendita ai clienti e sulle modalità di pagamento da parte di quest'ultimo, includendo anche eventuali pagamenti a terzi.

5. Le informazioni di cui ai paragrafi 4 e 9 sono fornite in una forma comprensibile in modo che i clienti o potenziali clienti possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che sono loro proposti nonché i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano

prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa. Gli Stati membri possono autorizzare per tali informazioni un formato standardizzato⁹⁸ [...]”

L'articolo 25 di MIFID II, invece riguarda direttamente le società che offrono consulenza in materia di investimenti e gestione di portafoglio, pertanto è fondamentale per una corretta organizzazione del servizio di consulenza automatizzata. Infatti prima di effettuare qualsiasi operazione finanziaria, la piattaforma di *robo advisory* deve inoltrare all'utente un *suitability assessment*, ossia una dichiarazione di adeguatezza che spieghi in modo dettagliato la consulenza prestata e la valutazione dell'idoneità del portafoglio offerto al cliente coerente con gli obiettivi e le preferenze dell'investitore⁹⁹.

Nel 2014 l'ESMA ha predisposto dei nuovi requisiti riguardanti il *suitability report*. In primo luogo, il report ha un contenuto prestabilito e deve spiegare al cliente retail perché il portafoglio offerto è idoneo per i suoi bisogni, in secondo luogo i clienti devono essere informati per quanto riguarda la revisione periodica e il *rebalancing*, infine ogni report deve evidenziare cos'è cambiato rispetto a quello precedente¹⁰⁰.

⁹⁸ Art.24 MIFID II, Principi di carattere generale e informazione del cliente, Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, 15 maggio 2014.

⁹⁹ Art.25 MIFID II, Suitability Assessment, Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, 15 maggio 2014.

¹⁰⁰ Si veda: ESMA, Suitability assessment, 2014.

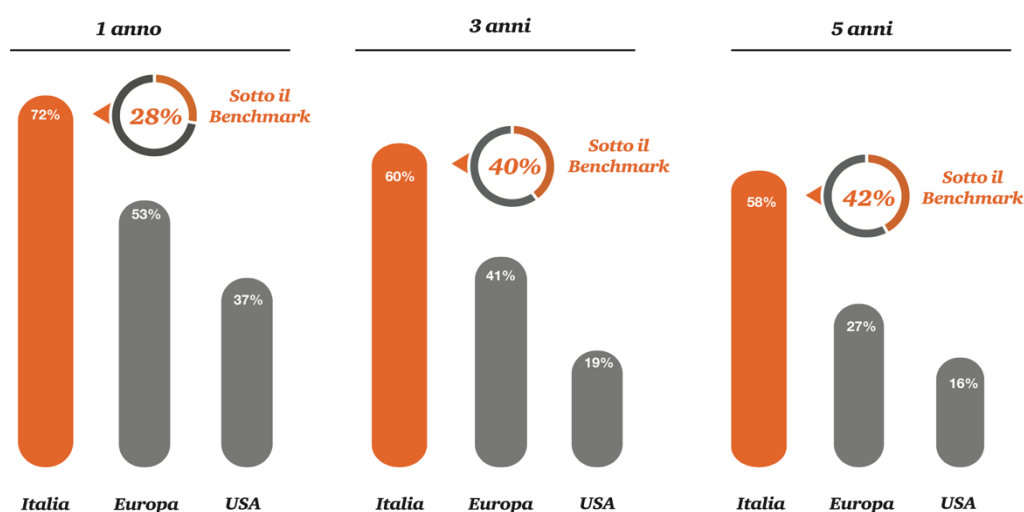
3.5 Confronto delle performance tra robo advisor e consulenza tradizionale

Come detto, il modello di *Wealth Management* tradizionale si sta evolvendo per adattarsi alla trasformazione digitale già in atto con lo scopo di sfruttare l'aumento potenziale della domanda di gestione del capitale. Questo cambiamento ci porta a fare una riflessione su quelle che sono le performance sia della consulenza tradizionale sia su quella innovativa basata sui *robo advisor*. Le differenze di rendimento tra questi due modelli di investimenti influenzano la decisione finale dei clienti, che, di fatto, supponendo un livello di educazione finanziaria mediamente elevato, hanno come interesse principale il mantenimento o l'aumento del proprio capitale, coerentemente con il loro profilo di rischio. Come detto precedentemente una delle differenze principali tra *robo advisor* e la consulenza classica sta nella scelta degli strumenti utilizzati, infatti i primi utilizzano principalmente strumenti passivi come gli ETF mentre i tradizionali utilizzano strumenti attivi, come fondi della casa madre o fondi comuni di investimento.

I dati storici mostrano come pochi fondi gestiti attivamente siano in grado di battere il proprio benchmark di riferimento. Dalla figura 3.3 possiamo notare come mettendo a confronto i dati del mercato Italiano con quelli europei e Statunitensi, l'Italia risulta essere in una posizione virtuosa, mantenendo una percentuale di fondi battuta dal benchmark due volte inferiore rispetto agli Stati Uniti in tutti e tre gli orizzonti temporali considerati. Al contrario, l'84% dei fondi americani gestiti attivamente si posiziona al di sotto del proprio indice di riferimento su un orizzonte

temporale di investimento di cinque anni¹⁰¹. Inoltre, meno dello 0,87% dei fondi americani è in grado di battere il proprio benchmark sistematicamente¹⁰², evidenziando la difficoltà degli attori tradizionali a mantenere risultati al di sopra degli standard. Anche se l'analisi dei dati storici non può essere considerata rappresentativa delle performance future, i consulenti tradizionali non sembrano essere in grado di garantire costantemente rendimenti soddisfacenti, oltre ad essere poco efficaci nell'incontrare i bisogni emergenti delle nuove generazioni¹⁰³.

Figura 3.3: Gestioni attive con rendimenti superiori al benchmark



Fonte: SPIVA report, 2019.

¹⁰¹ S&P Dow Jones Indices.

¹⁰² Lo 0,87% rappresenta la quota di fondi che si mantengono nel primo quartile dal 2013 al 2018 per quanto riguarda i rendimenti. Risulta quindi essere la stima più ottimistica per indicare i fondi che battono continuamente il proprio benchmark nel periodo considerato.

¹⁰³ PWC, Digital Wealth Management, La Frontiera per investimenti finanziari consapevoli, 2019.

Il mercato del *Wealth Management* tradizionale americano sembra essere il peggiore in termini di performance ma, allo stesso tempo, gli USA risultano essere il primo mercato al mondo per lo sviluppo e la diffusione di servizi di *Robo Advisory*.

Analizzando il “*Morningstar’s European Active/Passive Barometer*” report di *Morningstar*, si nota come i gestori di fondi attivi non sono riusciti a sfruttare a loro vantaggio la volatilità del mercato azionario del 2020. Il Barometro misura il successo dei fondi attivi comparandoli non con un indice, ma con un paniere omogeneo di strumenti passivi, valutando la performance e il tasso di sopravvivenza su diversi orizzonti temporali, fino a dieci anni. L’analisi comprende oltre 21 mila strumenti attivi e passivi domiciliati in Europa, per un valore di 4,400 miliardi di euro, nel 2020 su 65 categorie analizzate, solo il 50,2% dei fondi attivi ha battuto i passivi. In base allo studio, solo la metà degli active fund è riuscita a superare gli indicizzati durante il sell-off e la ripresa del 2020. Dalla figura 3.4 possiamo notare come i numeri sono ancora peggiori sul lungo termine, con appena il 25% dei fondi attivi che ha fatto meglio delle controparti passive su 10 anni¹⁰⁴.

¹⁰⁴ Morningstar’s Active/Passive Barometer, Marzo 2021.

Figura 3.4: Active Equity Funds' Success Rate by Category (%)

Active Equity Funds' Success Rate by Category (%)					
Category Name	YTD	1-Year	3-Year	5-Year	10-Year
Europe Large-Cap Blend Equity	54.9	45.8	22.6	20.4	13.2
Europe Large-Cap Growth Equity	28.4	35.1	3.9	1.3	6.8
Europe Large-Cap Value Equity	70.6	63.1	31.6	28.4	16.3
Europe Small-Cap Equity	81.8	67.5	50.7	69.7	36.0
Eurozone Large-Cap Equity	62.8	53.0	28.1	21.0	19.9
Global Emerging Markets Equity	41.8	49.9	30.3	29.0	30.6
Global Large-Cap Blend Equity	40.7	31.3	17.4	13.6	6.8
Global Large-Cap Value Equity	65.4	57.0	35.6	33.3	18.6
Japan Large-Cap Equity	45.2	40.0	32.6	27.9	12.2
Spain Equity	53.8	40.4	31.4	35.0	33.3
UK Large-Cap Equity	43.8	48.6	37.2	36.7	34.9
US Large-Cap Blend Equity	46.5	29.8	20.4	14.4	5.6
US Large-Cap Growth Equity	15.3	7.1	13.9	5.3	0.8
US Large-Cap Value Equity	52.9	59.2	34.7	25.8	15.1
US Small-Cap Equity	73.2	71.2	59.7	47.8	30.0

Fonte: Morningstar's European Active/Passive Barometer Midyear 2020.

In alcune categorie, i tassi di successo sono disastrosi, ad esempio, negli Azionari USA *Larg-cap growth*, quasi nessun fondo attivo ha battuto la controparte passiva nell'ultimo decennio. Quindi, questa analisi supporta la crescente popolarità delle strategie indicizzate tra gli investitori.

I tassi di sopravvivenza sono positivamente correlati alle probabilità di successo. La principale causa del fallimento dei fondi attivi è spesso data dalle scarse performance realizzate. Il confronto dei tassi di mortalità tra fondi attivi e passivi mostra che questi ultimi hanno avuto maggiori possibilità di sopravvivenza a lungo termine. Il contrasto si fa più marcato nei periodi più lunghi¹⁰⁵.

¹⁰⁵ Si veda report Morningstar, Il barometro Europeo attivi-passivi, 2021.

In conclusione, l'analisi mostra un'effettiva competitività delle piattaforme automatizzate rispetto alle soluzioni tradizionali, sia in termini di costo sia di rischio-rendimento. Se queste soluzioni automatizzate venissero largamente applicate, si potrebbe assistere a un aumento dell'efficienza di mercato sia per i consumatori sia per gli erogatori del servizio.

Conclusioni

Il servizio di *Robo advisor* rappresenta un'evoluzione della consulenza finanziaria tradizionale, derivata dalla nascita del fenomeno *Fintech* e del *Digital Wealth Management*. Dopo lo scoppio della crisi finanziaria del 2008, questi nuovi *players* si sono inseriti nel mercato con la promessa di offrire un servizio conveniente, semplice e soprattutto trasparente. La consulenza automatizzata è riuscita in qualche modo a ridefinire e a mettere in discussione la sostenibilità dei modelli di business degli *incumbent*, i quali per restare al passo con lo sviluppo digitale, hanno dovuto provvedere ad adeguare la propria offerta alle nuove esigenze del mercato. Nel presente elaborato sono stati analizzati i punti di forza di questo servizio e quelli di debolezza, adesso concludiamo cercando di capire se veramente conviene affidarsi a questi nuovi *players* o continuare a preferire servizi di consulenza tradizionale.

Partendo dai vantaggi, in primo luogo il servizio è pensato per migliorare la *customer experience* degli utenti che si approcciano con la piattaforma. Sicuramente la comodità di accesso tramite web o applicazione, rende il servizio più fruibile e di facile accesso eliminando ogni vincolo di natura temporale e spaziale. In secondo luogo l'assenza di capitali minimi di investimento, la gestione passiva che rende il servizio economico, sono ottime motivazioni che portano all'acquisto da parte dei clienti. In terzo luogo, l'implementazione di ETF, monitoraggio continuo, il *rebalancing* automatico e l'eliminazione di *bias* emotivi

e comportamentali, sono fattori pensati per ottimizzare le performance finali e che, potenzialmente possono migliorare l'intero processo consulenziale. Le caratteristiche appena citate risultano invitanti principalmente per il segmento mass e per i *millennials*, date le disponibilità economiche e le capacità digitali delle nuove generazioni. Tuttavia, il target non si riferisce esclusivamente a queste due categorie, infatti anche investitori con maggiori disponibilità economiche e con età tra i quaranta e i sessanta usufruiscono di questo servizio.

Anche l'educazione finanziaria risulta essere un fattore fondamentale per lo sviluppo di questo servizio. Infatti, non è un caso che i *robo advisor* hanno un maggior tasso di adozione nei paesi anglosassoni, mentre in paesi come l'Italia c'è ancora una scarsa diffusione, anche se i dati confermano la crescente attenzione al fenomeno da parte degli investitori che attualmente fruiscono di servizi tradizionali. Inoltre il panorama Italiano oltre ad essere caratterizzato da una scarsa educazione finanziaria e relativa diffidenza verso la tecnologia, è fortemente "*bancocentrico*". Questo rappresenta un freno al settore del risparmio gestito, o comunque, il motivo per cui il l'investitore Italiano non si sente ancora pronto ad eliminare completamente l'interazione con il consulente finanziario fisico.

Dall'altro lato ci sono anche delle criticità in questa tipologia di offerta. Un primo limite riguarda il questionario informativo, strumento principale per il processo di *suitability*. Tale strumento assume un ruolo ed una rilevanza diversa a seconda delle modalità in cui il servizio viene prestato. Per la consulenza tradizionale, il

questionario è uno strumento per iniziare la relazione con il cliente, che viene seguito durante la compilazione. Il *robo advisor* invece, non gode della possibilità di instaurare una relazione umana basata sulla fiducia, inoltre molto spesso le informazioni date non rappresentano fedelmente la situazione dell'investitore generando errori nella fase di profilazione del cliente con conseguenze sulle performance finali. Una seconda criticità riguarda anche l'insieme ridotto di *asset class* su cui investire. Infatti ragionando su larga scala, visto che il servizio di consulenza automatizzata non si pone limiti geografici, se non quelli previsti dalla disciplina, la criticità appena presentata assume ancora più rilevanza. Il rischio di un'offerta troppo standardizzata può portare all'erogazione di raccomandazioni simili, che a loro volta scaturirebbero volumi di investimento tutti rivolti nella stessa direzione, aumento della ciclicità nonché della volatilità presente sui mercati generando danni per tutti i risparmiatori ed investitori che utilizzano il servizio automatizzato.

In conclusione, il servizio sicuramente ha tanti aspetti positivi ma in Italia sicuramente siamo ancora lontani dal largo utilizzo, però l'introduzione di strategie a livello nazionale, volte a diffondere un più elevato livello di educazione finanziaria potrebbero rilevarsi fondamentali per lo sviluppo del *robo advisor*, dal momento che un investitore consapevole ed istruito è in grado di riconoscere e fronteggiare i rischi autonomamente, ma anche di capire l'importanza dell'investimento e di informarsi sulle alternative presenti sul mercato. La

consulenza automatizzata potrebbe essere un trampolino di lancio nel mondo degli investimenti per nuove generazioni dotate di capitali limitati, con la possibilità di iniziare a comprendere i mercati passo dopo passo per poi accedere in futuro a forme di investimento più complesse. Anche i grandi gruppi bancari e le società di consulenza finanziaria si stanno muovendo in questa direzione implementando piattaforme di investimento automatico senza soglie limite di capitale e con un'interfaccia semplificata proprio per attrarre *Millennials* e Generazione Z.

Bibliografia

- Accenture consulting, “*Quadro regolamentare in ambito fintech*”, Aprile 2018.
- Accenture, Robo-Advisory: Sfida o opportunità?, 2019.
- Analisi semestrale dei trend e degli investimenti nel settore fintech a livello globale, KPMG, 9 marzo 2021.
- Annunziata F., M.T. Paracampo, 2015, *Fintech: introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Giappichelli Editore.
- 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.
- Art. 1350 e 2702 c.c.
- Art. 23, comma 1 Tuf e Art. 58, par.1 Reg. 565/2017.
- Art. 40 Regolamento Intermediari, che recepisce l’art. 25, par.2, MIFID II.
- Art.24 MIFID II, Principi di carattere generale e informazione del cliente, Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, 15 maggio 2014.
- Art.25 MIFID II, Suitability Assessment, Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, 15 maggio 2014.
- Banca d’Italia, “*Fintech, rischi e opportunità per i giovani futuri manager bancari*”, 24 gennaio 2020.
- Bellelli G., *Investire con gli ETF e con gli ETC*, Hoepli 2020.
- BlackRock, “*Digital Investment Advice: Robo Advisors come of age*”, 2018.

Bloomberg, Ant, Vanguard-Backed robo adviser hits 1 million users in China, 18 marzo 2021.

Cocca T.D., *Potential and limitations of virtual advice in wealth management*, 2016.

Colombari-Tedeschi 2019

Commissione Europea, *“Comunicazione della commissione al parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni relativo a una strategia in materia di finanza digitale per l’UE”*, Bruxelles, 24 settembre 2020.

Consob, *La relazione consulente cliente*, 2019.

De Galahau Villeroy, *“Constructing the possible trinity of innovation, stability and regulation for digital finance, in Financial stability review”*, Banque de France, 2016.

Deutsche Bank, *Robo advice a true innovation in asset management*, august 2017.

Di Mascio A., *Wealth Management e Fintech*, egea 2019.

Di Mascio A., *Wealth Management e Fintech: Le nuove sfide tra Private Banker e Roboadvisor*, Egea 2019

Dipartimento per gli Affari Giuridici e Legislativi, *Decreto-legge in materia di semplificazione e sostegno allo sviluppo*, 3 dicembre 2018.

ECB, *Households sector report*, November 2020. *Report on financial investments of Italian households, Behavioral attitudes and approaches*, Consob, 2020.

ESMA, Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza, novembre 2018.

Eurostat, Demographic projections available as of July, 2020.

Eurostat, Equities includes listed and unlisted shares. Other includes financial derivatives and loans.

EY, *Analysis of Italian leading banks' industrial*, 2019.

EY, *L'ecosistema Italiano del Fintech oltre il Covid-19*, Intervento di A. Ferretti, 2020.

EY, *The Fintech market- Global trend*, Fintech District, 2020.

Ferrari R., *L'era del Fintech*, 2017.

Fintech waves Italian Fintech ecosystem, EY e FintechDistrict, 2020.

Giorgi M., 2018, op. cit., p.3

Goh C. e Julber Osio, S&P Global Market Intelligence, *Robo advisers Catching on in China, Industry looks poised for growth*, 6 ottobre 2020.

Jill E. Fisch, Marion Labourè, *The emergence of the robo-advisor*, December 2018.

Jung & Glaser, *Robo advisory: Opportunities and Risks for the future of financial advisory*, January 2019.

Kearney A.T., *Robo-advisory services study*, 2016.

KPMG, *“Analisi semestrale dei trend e degli investimenti nel settore fintech a livello globale”*, H2 2020.

KPMG, *Pulse of fintech H2' 20*, Febbraio 2021.

Krzysztof Waliszewski, Robo advisors as automated personal financial planners-
swot analysis, settembre 2020.

Malverti E., Bulgarelli D., Villa G., *Fintech. La finanza digitale*, Hoepli, Milano
2020.

Moneyfarm, portafogli strategici 2021.

Mordor Intelligence, Report of US fintech market 2018-2024, 2020.

Morningstar's Active/Passive Barometer, Marzo 2021.

Osservatorio Fintech & Insurtech, Politecnico di Milano, 2019.

Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati
delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, Com 593.

PWC, Digital Wealth Management, *La frontiera per investimenti finanziari
consapevoli*.

PWC, Digital Wealth Management, *La Frontiera per investimenti finanziari
consapevoli*, 2019.

Quaderni Fintech, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti
finanziari*, Gruppo di lavoro Consob, Superiore Sant'Anna, Università Bocconi,
Università di Pavia, Università di Verona, gennaio 2019.

Quaderno fintech, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti
finanziari*, Consob, gennaio 2019.

Reher M., C. Sun, Robo advisers and mutual fund stickiness, 2016.

Report on automation in financial advice, Esas- joint committee, 16 dicembre 2016.

Report on financial investments of Italian households, Behavioral attitudes and approaches, Consob, 2020.

Research and markets, China Wealth management, 2020.

Robo Advisors and Wealth Management, F koh Kok Fai Phoon, dicembre 2017.

Robo Advisors: Quantitative methods inside the robots, Beketov & Lehmann, 2018.

Robo Advsing, Kpmg, 2018.

Sannucci Valeria, *“Il futuro del sistema bancario: discontinuità tra innovazione e regolazione”* Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d’Italia, Cenerente- Perugia 19 marzo 2016.

Sfamini & Giannelli, Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari, egea, 2019.

Sfamini, Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari, egea, 2019.

SimCorp, *La digitalizzazione della consulenza patrimoniale*, 2020.

Sole 24 ore, Il robot gestore dei risparmi costa poco ma in Italia lo usano in pochi, Vittorio Carlini, aprile 2019.

U.S. Wealth management, Portfolio rebalancing, 2020.

Wealthfront, Tax loss harvesting white paper, 2013.

What is next for Asia in Fintech adoption, E&Y, 12 maggio 2020.