

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

4 / 2016 - SUPPLEMENTO n. 1

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione

R. Maserà - F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato di Redazione

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino - A. Troisi

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

L. Ammannati, S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardi, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P. E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, F. Di Porto, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, I. Ingravallo, R. Lener, M. B. Magro, F. Maimeri, A. Mangione, G. Martina, M. Maugeri, R. Miccù, F. Moliterni, G. Niccolini, A. Niuatta, P. Passalacqua, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valensise, G. Vento, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del «Comitato scientifico per la valutazione» secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

L. Di Brina, R. Lener, C. Rossano

TEMI E PROBLEMI

DI

DIRITTO DELL'ECONOMIA

Interventi svolti nel Convegno “ Le riserve di attività economiche alla
prova dell’innovazione tecnologica e della *sharing economy* ”,
organizzato dall’ADDE (Associazione docenti di diritto dell’economia),
Milano 2- 3 dicembre 2016.

Roma, 20 gennaio 2017

INDICE

FRANCESCO CAPRIGLIONE – <i>Prefazione (Preface)</i>	1
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI – <i>Presentazione (Introduction)</i>	2
ALESSANDRA CAMEDDA – <i>La rivoluzione tecnologica nel settore assicurativo: l'avvento dei big data (Big Data & Insurance: potential benefits and issues)</i>	5
ALLEGRA CANEPA – <i>Il design della regolazione in un'economia "uberizzata" fra problemi di definizione del mercato, tutela degli utenti e ricerca di regole efficaci (Regulation and "Uberization" of the transport economy: market definition, users' protection and efficiency)</i>	17
ELISABETTA CERVONE – <i>Strumenti di pagamento innovativi, interoperabilità e neutralità tecnologica: quali regole e quale governance per un mercato sicuro, efficiente ed innovativo (Innovative payment instruments, interoperability and technological neutrality: which rules and governance for a secure, efficient and innovative market)</i>	41
ANTONIO DELL'ATTI – <i>Asimmetria informativa nel mercato dell'intermediazione mobiliare e big data: quale contributo per la nudge regulation (Information asymmetry in the securities market and big data: what contribution for nudge regulation)</i>	71
GIAN LUCA GRECO, DINO DONATO ABATE – <i>Riserve di attività versus piattaforme di gestione delle valute virtuali: il caso "Sardex" (Regulated activities versus virtual</i>	

currencies schemes: the "Sardex" case).....104

VALERIO LEMMA – *Soggettività bancaria e finanziaria nei modelli di sharing economy (Banking and financial subjectivity in the sharing economy)*.....136

GIULIANO LEMME, SARA PELUSO – *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso Bitcoin (Cryptomoney and disjointment from legal money: the Bitcoin case)*.....148

MADDALENA MARCHESI – *Linee evolutive della mediazione creditizia: tra i siti di comparazione e la consulenza indipendente (Evolution of credit brokerage: comparison websites and independent advisory services)*..... 203

FRANCESCA MATTASSOGLIO – *La profilazione dell'investitore nell'era dei big data. I rischi dell'estremizzazione della regola del "know your customer" (The Customer's profiling in the Era of Big Data.The Risks related to the radicalization of the "know your customer"'s role)*.....233

MARIA TERESA PARACAMPO – *Robo-advisor, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno in fieri? (Robo-Advisor, financial advice and regulatory issues: What to do about a phenomenon in evolution?)*.....256

SUSANNA QUADRI – *L'approccio europeo alla sharing economy (The european approach to sharing economy)*..... 285

**ROBO-ADVISOR, CONSULENZA FINANZIARIA
E PROFILI REGOLAMENTARI: QUALE
SOLUZIONE PER UN FENOMENO IN FIERI? ***

*(Robo-Advisor, financial advice and regulatory issues:
What to do about a phenomenon in evolution?)*

ABSTRACT: *The paper addresses the issue of FinTech and digitalization of financial services. It will especially focus the growing use of automated tools in providing financial advice (the so-called Robo-Advisors) which improves the availability of the service, but poses different problems for the consumer protection. In fact, Robo-Advisors use modern algorithms and web platforms in order to create portfolio models or to provide investment recommendations for retail investors, with or without human intervention.*

Financial innovation might be an opportunity both for consumers and firms, but the automation trend is a challenge for regulators who have to evaluate the benefits and the risks linked to the use of automated financial advice tools as well as its impact on the distribution chain. Only after careful consideration, they will be able to decide whether introduce new rules for the consumer protection or, on the contrary, whether the existing framework already assesses the regulation of a this still growing phenomenon. In the latter case, they would continue to monitor the possible barriers to the development of automated advice.

SOMMARIO: 1. Digitalizzazione dei servizi finanziari e robo-advisory: profili introduttivi – 2. Dal robo al cyborg-advisor: l'evoluzione dei financial advice tools nei nuovi scenari di mercato – 3. FinTech e il faro delle Authorities e delle Istituzioni europee – 4. Il Discussion Paper sulla consulenza finanziaria automatizzata – 4.1. Alcune criticità – 5. Il servizio di consulenza tra attività riservate, attività generiche e criteri soggettivi di valutazione – 6. La robo-advisory tra appelli alla regolamentazione ed approcci flessibili: alla ricerca di un equilibrio virtuale (rischi/benefici) – 6.1.

*Contributo approvato dai revisori.

Soluzioni alternative vs. nuova regolamentazione - 7. Prime risposte tra conferme normative e prospettive future: cenni.

1. Cambiamenti epocali sono in corso nel mondo finanziario, destinato a mutare le coordinate principali della geografia della distribuzione dei prodotti finanziari. Innovazioni nei modelli di *business* per le imprese, nelle modalità di comunicazione ed interazione con il cliente, negli strumenti di prestazione dei servizi finanziari: sono solo alcune delle conseguenze derivanti dall'applicazione della tecnologia alla finanza.

La rivoluzione digitale, nota come *FinTech*¹, sta progressivamente invadendo indistintamente tutti e tre i settori (finanziario, bancario ed assicurativo), seppure con modalità, connotazioni peculiari e velocità differenti, impegnando gli intermediari finanziari ad ingenti investimenti in costosi *restyling* tecnologici, resi ormai necessari per sopravvivere in un'arena competitiva sempre più agguerrita.

FinTech è ormai il tema *cult* del momento che sta dividendo gli ambienti finanziari sul futuro del settore dei servizi finanziari, accendendo dibattiti tra sostenitori da un lato dell'evoluzione digitale che offre l'opportunità di rendere più accessibile alla clientela *mass market* servizi preclusi dai canali tradizionali, e detrattori dall'altro lato, preoccupati dell'impatto *disruptive* dell'innovazione tecnologica, considerata una sorta di "attentato all'ordine definito delle cose" e quindi della struttura di mercato che fino a qualche tempo fa era considerata pressoché statica e definita.

In questo contesto la progressiva diffusione di *automated tools* nella prestazione di servizi finanziari ha dato origine ad un fenomeno, quello dei *robo-adv*

¹Contributi sul tema si devono a: CHRISTI, BARBERIS (a cura di), *The FinTech Book*, Wiley, 2016; EY, *The relevance challenge: What retail banks must do to remain in the game*, 2016; FPSB (Financial Planning Standards Board, *FinTech and the Future of Financial Planning*, 2016; World Economic Forum, *The Future of FinTech. A paradigm Shift in Small Business Finance*, October 2015; Accenture, *The Future of FinTech and Banking: Digitally disrupted or reimaged?*; Standard&Poor's, *The Future of Banking: How FinTech Could Disrupt Bank Ratings*, 15 dicembre 2015, reperibile sul sito www.standardandpoors.com/ratingsdirect.

sor, che involge il settore della consulenza finanziaria².

La denominazione convenzionale con quale lo stesso viene menzionato si presta ad un'interpretazione fuorviante che in prima battuta lascia immaginare un incontro della robotica con il servizio della consulenza finanziaria, laddove invece il riferimento alla robotica è solo generico e talora improprio, volendo alludere piuttosto alla prestazione di servizi (appunto di natura finanziaria) per il tramite di strumenti automatizzati che sfruttano algoritmi, integrati o meno dall'intervento umano.

Difatti con l'espressione "*robo-advisor*" si fa riferimento ad un fenomeno di ampia e variegata portata, che include molteplici fattispecie talora diversificate, unite però dal comune denominatore di sfruttare le più moderne tecnologie, piattaforme ed algoritmi per la creazione di portafogli modello da raccomandare agli investitori, riproponendo così le diverse sfaccettature della consulenza intesa in senso lato, a partire da quella generica con *l'asset allocation* sino alla consulenza finanziaria vera e propria.

Nato come tentativo di "democratizzazione" del servizio di consulenza, con la finalità di renderlo accessibile ad una platea più estesa di soggetti, normalmente esclusi da un servizio appannaggio prevalentemente della clientela *private*, risponde altresì alle esigenze proprie delle nuove generazioni (c.d. Millennials) e di un mercato dalle fattezze sempre più digitali³.

²Il fenomeno é attualmente ancora sconosciuto alla letteratura giuridica, in particolare a quella nazionale, ma annovera diversi contributi nell'ambito di ricerche e studi diffusi sul mercato internazionale a cura di società di consulenza.

Tra i più significativi nel descrivere il fenomeno, anche in chiave di crescita prospettica, si segnalano, *inter alia*: EY, *Advice goes virtual. How new digital investment services are changing the wealth management landscape*; BlackRock, *Digital Investment Advice: Robo Advisors Come of Age, September 2016*; PWC, *Robo Advisory moves forward in Italy, 2016*, reperibile sul sito www.pwc.com/it.

³Si legga in proposito quanto evidenziato da ESBG (*European Savings and Retail Banking Group*) [cfr. *ESBG response to ESA Discussion Paper Automation in Financial Advice - JC 2015 080*]: "Digital development in the financial sector is increasingly gaining speed. At the same time customer behaviour and expectations are changing. Banks used to gain customer insight through personal meetings between the customer and his/her advisor. Nowadays, more and more meetings take place through digital channels. For the European savings and retail banks this development

Partito quasi in sordina sulla scia di esperienze maturate nei Paesi Oltremarina e Oltreoceano, sta assumendo velocemente un ruolo di primo piano e rischia nell'immediato futuro di trasformarsi in un fenomeno pronto a travolgere il mercato⁴.

Due fattori hanno allertato il settore finanziario: in primo luogo, l'ingresso di *start up* ed imprese *FinTech*, spesso non soggette ad alcuna regolamentazione né tanto meno a controllo, che potrebbe alterare gli assetti di mercato precostituiti, basati su *players* tradizionali; in secondo luogo, la molteplicità ed eterogeneità delle fattispecie sussumibili nel *genus* dei *robo-advisor* che sono tali da porre problematiche normative differenziate da un caso all'altro.

Tanto è bastato a sollevare diversi interrogativi sul fenomeno in sé e sulle implicazioni connesse: si tratta di una moda passeggera o rappresenta il sintomo di un processo evolutivo irreversibile che tocca il mercato finanziario nel suo complesso? Sarà l'inizio della disintermediazione umana a favore della soluzione digitale o le alternative potranno e sapranno convivere, cogliendo i benefici che derivano da sinergie di fattispecie suscettibili di complementarità?

Queste sono solo alcune delle problematiche con le quali devono confrontarsi i regolatori, dal momento che ogni innovazione tecnologica reca con sé una sfida regolamentare o comunque una sfida in relazione alle azioni o agli interventi più opportuni da intraprendere a tutela dei consumatori, quali diretti destinatari, e del mercato finanziario nel suo complesso.

means a change in how insight into customer behaviour is gathered. Customer insight now needs to be gathered by using different dimensions, such as channel and product behaviour, customer preferences, and the change of customer engagement. Offering financial advice through digital channels is an important step to adapt to this development. The savings and retail banks are up to this challenge and are currently developing/implementing new tools and adapting existing tools as well as analysing possibilities to use other (and more) data sources".

⁴In realtà, il fenomeno dei *robo-advisor* ha raccolto consensi, ma anche molti dissensi circa la possibilità di sopravvivenza nel tempo, causa ristretti margini di redditività e di sostenibilità nel breve periodo. Di tale avviso si mostra SCM Direct nel Report "*FinTech Folly. The Sense and Sensibilities of UK Robo Advice*", 6 July 2016.

2. La fotografia che il mercato ci restituisce sui *robo-advisor*⁵ e sugli *automated tools* in genere tende però a sbiadirsi facilmente ed a divenire sfocata alla luce della velocità che connota le innovazioni finanziarie e tecnologiche, le quali – a ritmo sostenuto – imprimono al mercato connotati differenti.

Quest'ultimo difatti si evolve seguendo logiche talora diverse da quelle sottese al cammino normativo che spesso stenta a tenere il passo.

Il fenomeno in questione, e parimenti il mercato, non si arrestano, bensì si aprono ad ulteriori sviluppi con un ritmo inversamente proporzionale a quello dei regolatori che, pur consapevoli e riconoscendo le opportunità derivanti dalle nuove tecnologie e dalla digitalizzazione dei servizi finanziari, si stanno ancora interrogando sui rischi connessi, in particolare se questi ultimi superino o meno i benefici attesi, di quale natura ed entità siano, nonché infine sul tipo di risposta da fornire.

Esemplificative della cennata velocità sono la presenza già da tempo sul mercato del primo “comparatore di *robo-advisor*” che raccomanda ai clienti quello che offre i servizi più confacenti alle sue esigenze finanziarie previamente manifestate, nonché addirittura del “comparatore di comparatori di prodotti assicurativi”⁶.

⁵Sulle diverse posizioni che si sono confrontate si rinvia, *inter alia*, a: Mamta Badkar, *Why Robo-Advisors Aren't A Threat To Traditional Advisors*, <http://businessinsider.com>, 14 aprile 2014; FinanciaLounge, *La tecnologia mette fuori gioco i consulenti finanziari*, <http://www.financia lounge.com>, 31 ottobre 2014; HENN, *Can Robots Manage Your Money Better Than You? Startups Say Yes*, www.npr.org, 30 dicembre 2013; LIBERTO, *Scepticism reins over automated advice*, www.ftadviser.com, 10 settembre 2014; MOYER, *Taking Sock of Automated Financial Advisers*, www.wsj.com, 8 agosto 2014; Paladin Research, *What is a Robo Advisor?*, www.Paladin Registry.com; PWC (PricewaterhouseCoopers), *The Connected Advisor. The rise of Digital and Social Advice in Wealth Management*, 2013; STALTER, *Financial Advisors vs. Robo-Advisors: Which is Right for You?*, <http://money.usnews.com>, 27 ottobre 2014; TORIELLI, *Robo-advisor o promotori? Ecco come cambierà il wealth management*, <http://it.adviseonly.com>, 11 febbraio 2015; VATER – CHO – SIDEBOTTOM, *The digital challenge to retail banks*, Bain & Company, 2012; VERES, *'Robo Advisors'? How to Fight Back*, <http://www.financial-planning.com>, 22 marzo 2014.

⁶Sul percorso di tipo normativo e non, che ha interessato i comparatori di prodotti assicurativi, mi sia consentito rinviare a PARACAMPO, *La nuova stagione dei siti di comparazione di prodotti assicurativi: dagli interventi delle Authorities europee alle innovazioni della direttiva sulla distribuzione assicurativa*, in *Rivista di Diritto Bancario*, n. 2/2016, www.dirittobancario.it.

Non solo. Lo stesso tema della *robo advisory* si è aperto ad ulteriori sviluppi, andando oltre i margini con i quali è stato inizialmente presentato sul mercato.

Sintomatico di una sorta di “volatilità” dello scenario di riferimento è altresì il possibile superamento della stessa denominazione convenzionale del fenomeno che – come già accennato - sta assumendo nuove sfumature caratteriali.

Difatti il termine di *robo advisor* non è ancora del tutto desueto, ma sta per diventarne velocemente⁷, segnando il passaggio alla *digital advice* di *next generation*, quella del *robo-investing* o *goal based investing*⁸.

Parallelamente, i servizi consulenziali prestati tramite *automated tools* stanno virando verso altri lidi, impegnando alcuni pionieri della *robo advisory* nella conversione del B2C nel B2B. La strada è quella della *cyborg advisory*: non è totalmente umana, né esclusivamente digitale.

Rappresenta piuttosto il compromesso, il punto di equilibrio tra umano e digitale ove viene esaltata la centralità e la professionalità dell'*advisor* umano che diviene l'interfaccia tra il digitale e il destinatario finale del servizio, ovvero il cliente.

Riassume la capacità di guardare oltre la netta contrapposizione tra umano e digitale, offrendo una soluzione intermedia che da un lato tende ad esaltare le potenzialità insite in entrambe le componenti (umane e digitali), originariamente presentate come alternative, ma in concreto suscettibili di complementarità; dall'altro lato consente all'investitore di preservare il contatto con il professionista umano, la cui presenza – come risulta da talune indagini di mercato – offre ancora un effetto rassicurante e pertanto prescelto dal destinatario del servizio.

Resta però il fatto che il carattere camaleontico del fenomeno in questione

⁷Le nuove soluzioni tecnologiche e finanziarie costituiscono il risultato della conversione di talune piattaforme di *advice* in gestione, sollecitata – come già accennato (su cui v. *supra*) - da limitati margini di redditività.

⁸Sul processo evolutivo e sulle direzioni che il mercato potrebbe intraprendere nel prossimo futuro, si rinvia alle osservazioni di SIRONI, *FinTech Innovation. From Robo-Advisors to Goal Based Investing and Gamification*, Wiley, 2016, in particolare p. 85 ss.

porta inevitabilmente a modificare l'angolo visuale da una prospettiva esclusivamente consumeristica ad altra di tipo professionale, spostando così anche l'ago della bilancia delle eventuali responsabilità connesse.

Parimenti, le diverse forme di evoluzione con cui il fenomeno si presenta in una dimensione *cross border*, rende difficoltosa tanto l'individuazione e gradazione di tutte le problematiche giuridiche coinvolte, quanto la relativa definizione con misure unitarie.

3. La costante crescita del processo di digitalizzazione dei servizi finanziari e l'implementazione di nuove tecnologie nelle diverse strategie commerciali da parte degli intermediari finanziari – siano esse complementari o alternative ai canali distributivi tradizionali - ha spinto i regolatori ad accendere un faro sul fenomeno dell'utilizzo degli *automated tools* per la prestazione del servizio di consulenza o comunque per altre forme di raccomandazione dirette al consumatore, con l'obiettivo quella di valutarne benefici e potenziali rischi per i consumatori⁹.

Diverse le Autorità nazionali ed europee, le Istituzioni comunitarie e le Organizzazioni internazionali a vario titolo interessate – a tutela ora dell'investitore¹⁰, ora delle istituzioni finanziarie e del mercato finanziario nel suo complesso¹¹ - alle

⁹Proprio a tutela dei consumatori che è divenuta nel contempo impellente l'esigenza – manifestata da più parti - di una maggiore chiarezza e trasparenza del mercato, dinnanzi a quello che col tempo rischia di trasformarsi in un vero e proprio pericolo da arginare: il “far west della consulenza”, prestata con qualunque canale ed in qualunque forma, ma con tratti opachi ove spesso vien fatto passare tutto e il contrario di tutto. E tanto dal punto di vista oggettivo della prestazione del servizio, ma soprattutto dal punto di vista soggettivo, ove l'utilizzo di strumenti digitali non dovrebbe in alcun modo esonerare dal rispetto di codificati requisiti di professionalità.

¹⁰Tematiche quali educazione digitale e maggiore inclusione finanziaria dell'investitore, aggiornamento sia del diritto del consumatore all'era digitale, sia delle competenze dei prestatori di servizi sono solo alcuni dei profili che le nuove tecnologie pongono sul piano di lavoro dei regolatori.

¹¹A quelle indicate si aggiungono altre tematiche che non assumono carattere peculiare solo di talune fattispecie incluse nell'ampissimo *genus* degli *automated tools*, in quanto acquisiscono – seppure in diversa misura - valenza indiscriminata e trasversale a tutti i *digital channels*, siano essi utilizzati direttamente dal consumatore o dal professionista. Trattasi di temi innovativi nel panorama normativo che però necessitano del riconoscimento di un grado di priorità nell'agenda delle *Authorities*, in quanto suscettibili di arrecare pregiudizio a tutto il sistema finanziario nel suo complesso.

implicazioni connesse alla diffusione di *FinTech* e, in particolare della *robo-advisory*.

Motivate da precise finalità, sono intervenute in ordine sparso¹² tra tanti proclami¹³, poche risposte e molte riserve ancora da sciogliere.

FinTech diviene così anche uno dei punti cardine del Piano d'Azione per la creazione della *Capital Markets Union*¹⁴, nel cui ambito è ripetutamente evidenziata l'importanza dei cambiamenti derivanti dal passaggio alla distribuzione *online* di prodotti di investimento¹⁵. Cambiamenti che potranno offrire enormi opportunità e sviluppare le potenzialità a beneficio tanto degli investitori quanto dell'industria finanziaria, in virtù dell'intrinseca connotazione rivoluzionaria che muta in radice le modalità di accesso degli investitori ai mercati di capitali¹⁶.

Quello della CMU rappresenta però solo uno dei pilastri portanti di un quadro in via di progressiva definizione, teso a favorire il processo di digitalizzazione ed a fornire nel contempo una spinta normativa all'innovazione tecnologica

Si pensi – a titolo esemplificativo - alle problematiche discendenti da Big Data (su cui v. da ultimo la pubblicazione, a cura delle ESAs (Joint Committee), del *Discussion Paper on the use of Big Data by Financial Institutions* – JC 2016 86 del 19 December 2016), *Data Protection, Cyber risk e Cyber security, Blockchain e Distributed Ledger Technologies (DLT)*, etc.

Con riferimento a quest'ultimo tema si segnala poi che l'ESMA ha già pubblicato un *Discussion Paper on The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets* (ESMA/2016/773 del 2 giugno 2016) per valutare, anche in questo caso, la necessità di una specifica risposta regolamentare per l'uso di questa tecnologia nei mercati finanziari.

¹²Non sono state assunte iniziative armonizzate a livello europeo, sebbene molti regolatori nazionali abbiano assunto, nelle proprie giurisdizioni, specifiche azioni tra cui la previsione di guide sull'uso di strumenti automatizzati nel contesto della valutazione di adeguatezza e della ragionevolezza della consulenza /raccomandazione.

¹³La pubblicazione di un *report*, prevista per la fine di aprile 2016, unitamente all'indicazione degli *steps* da adottare successivamente sulla base dei risultati ivi riportati, è stata annunciata da Mark Carney, *Chairman del Financial Stability Board* in una lettera al G20 di Shanghai del 22 febbraio 2016, ove vengono chiaramente manifestate le preoccupazioni sulle potenziali implicazioni dell'innovazione finanziaria sulla stabilità finanziaria.

¹⁴Cfr. Comunicazione della Commissione europea [COM(2015) 468 final del 30 settembre 2015], recante il “*Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati di capitali*”.

¹⁵L'obiettivo è quello di una “valutazione globale dei mercati europei dei prodotti di investimento al dettaglio, che esaminerà i canali di distribuzione, la consulenza in materia di investimenti e le possibilità offerte dalla tecnologia”.

¹⁶In tal senso Steven Majior (Chair ESMA), *Safeguarding investors is key to ensuring the Capital Markets Union's success* (ESMA/2016/1584 del 17 novembre 2016), il quale spiega altresì che il successo della *Capital Markets Union* (CMU) dipende anche dalla politica dei regolatori di assicurare all'ambiente *digital* lo stesso livello di protezione riconosciuto nel contesto *non-digital*.

nel settore dei servizi finanziari.

Il processo già partito con la Strategia per la creazione di un mercato unico digitale in Europa¹⁷, si arricchisce di due ulteriori contributi: il Libro verde sui servizi finanziari al dettaglio¹⁸, nonché il più generale percorso intrapreso dalla Commissione europea, nella prospettiva di una revisione della regolamentazione finanziaria¹⁹ ove, *inter alia*, viene riservato ampio spazio all'innovazione tecnologica ed al relativo impatto sulla prestazione di servizi finanziari.

Nel primo si guarda con favore ai nuovi *tools*, considerate un volano per lo sviluppo dell'attività *cross border* e della competitività nel mercato unico dei servizi finanziari.

Nel secondo diviene prioritario l'intervento in funzione di una maggiore coerenza e semplificazione dei requisiti normativi, ivi incluso l'aggiornamento delle regole in relazione ai cambiamenti tecnologici dal punto di vista sia oggettivo (i.e. prestazione di servizi finanziari *online*)²⁰, sia soggettivo (i.e. eliminazione di bar-

¹⁷Cfr. Comunicazione della Commissione europea – COM(2015) 192 final del 6 maggio 2015.

¹⁸Cfr. *Green Paper on retail financial services. Better products, more choice, and greater opportunities for consumers and business* [COM(2015) 630 final del 10 dicembre 2015].

Le potenzialità nel senso indicato nel testo sono chiaramente espresse dalla Commissione per i problemi economici e monetari nel progetto di relazione sul Libro verde sui servizi finanziari al dettaglio, presentato il 25 maggio 2016, ove si legge che “il Libro verde arriva al momento giusto anche in considerazione del fatto che, attualmente, la digitalizzazione offre nuove possibilità a un ritmo incalzante. Se gestita correttamente, la digitalizzazione potrebbe creare lo slancio necessario per iniziare ad eliminare gli ostacoli transfrontalieri. In questo momento abbiamo l'opportunità di mettere in contatto gli attori finanziari e i consumatori di tutta Europa. Si tratta di un'opportunità imperdibile”.

A tal fine il *Green Paper* dovrebbe trovare il proprio seguito nella pubblicazione all'inizio del 2017 di un piano d'azione teso a definire misure necessarie per sviluppare ulteriormente il mercato unico dei servizi finanziari al dettaglio.

¹⁹Cfr. Commissione europea: *Call for evidence EU regulatory framework for financial services* del 30 settembre 2015.

Al riguardo la Commissione europea è nuovamente intervenuta con la comunicazione recante “Invito a presentare contributi sul quadro di regolamentazione dell'UE in materia di servizi finanziari” [cfr. COM(2016) 855 final ed annesso documento SWD(2016) 359 final, entrambi del 23 novembre 2016] che traccia le misure di *follow up* che la Commissione intende perseguire nel prossimo futuro.

²⁰Sul versante dei cambiamenti tecnologici, la Commissione ha invitato a specificare le aree di intervento ove l'efficacia delle regole potrebbe essere incrementata al fine di far fronte alla crescente offerta di servizi utilizzando strumenti *online* e innovative soluzioni tecnologiche per il settore dei servizi finanziari (cfr. *sub point 8*).

riere all'accesso al mercato da parte di nuovi *players*)²¹.

Diversi sono quindi i tavoli di lavoro aperti sul tema in questione, taluni coordinati ed interrelati, sebbene contraddistinti ciascuno da precise finalità, la cui realizzazione indistintamente annovera ormai lo sviluppo tecnologico come sfondo imprescindibile per eventuali interventi in materia di servizi finanziari. Tanto da aver spinto la Commissione ad istituire una *Task Force* interna denominata "*Fin-tech*"²², con il compito specifico di monitorare gli sviluppi tecnologici che involgono il settore finanziario e, ove necessario, proporre misure adeguate.

4. In uno scenario articolato, che contempla l'impegno della Commissione europea su più aree di intervento connesse a *FinTech*, si inserisce anche quello delle ESAs con riferimento specifico alla *robo-advisory*.

Dopo una fase di iniziale disorientamento a fronte delle novità tecnologiche non sufficientemente conosciute, le *Authorities*, prima singolarmente poi per il tramite del Comitato congiunto, hanno cominciato ad approcciarsi al tema, intraprendendo un percorso teso – in prima battuta - a monitorare lo stato dell'arte del fenomeno in questione.

La mappatura iniziale delle fattispecie maggiormente diffuse sul mercato è stata condotta con un'attenzione *cross border* e *cross sector*, onde coglierne punti di forza ed eventuali criticità per il consumatore rispettivamente in tutti gli Stati membri e nei tre settori (finanziario, bancario e assicurativo) inclusi nel campo di osservazione. Riservando al termine del processo di valutazione ogni decisione in relazione alla migliore strategia da adottare, se di tipo regolamentare o di altra na-

²¹Alla luce di possibili nuove barriere al mercato derivanti dalla regolamentazione europea, la Commissione consulta il mercato su quelle che impediscono ai nuovi operatori di sfidare quelli storici e di soddisfare esigenze dei consumatori rimaste finora insoddisfatte (cfr. *point 9*). Questo profilo è particolarmente rilevante tra le premesse alla base della consultazione ove viene evidenziato che "*it is also important to reflect on whether there are unintended barriers to new market players and innovative businesses preventing them from entering markets and challenging incumbents*".

²²Ne dà notizia la stessa Commissione nell'ambito delle misure di *follow up* elencate nella comunicazione COM(2016) 855 *final*, cit.

tura.

Posti sotto osservazione, gli *automated advice tools* sono così diventati dei “sorvegliati speciali in attesa di giudizio regolamentare”. E tanto a prescindere dal tipo di opzione – normativa o meno – a favore della quale i regolatori hanno in taluni casi deciso²³ o decideranno di sciogliere la riserva.

Rispettando la tabella di marcia relativa alle priorità di intervento a tutela del consumatore, fissata con l’Agenda per il 2016, le ESAs hanno fatto un primo passo nella direzione su indicata con la consultazione su un *discussion paper* in tema di consulenza finanziaria automatizzata (d’ora innanzi solo DP)²⁴.

Con il documento in questione le Autorità europee hanno non hanno sciolto alcuna riserva regolamentare o di altro genere²⁵, ma hanno aperto una fase interlocutoria nell’ambito della quale, una volta tratteggiate le principali caratteristiche riscontrate con riferimento alle fattispecie più diffuse, hanno sollecitato osservazioni dai partecipanti al mercato. Osservazioni sulle quali le Autorità sembrano far prevalentemente affidamento per una più compiuta ed approfondita comprensione e valutazione del fenomeno in questione.

Il documento pubblicato certamente non offre una visione esaustiva di un fenomeno complesso e variegato, ma si apprezza quale primo tentativo di approccio ad una tematica ampia e di non agevole comprensione²⁶, specie se osservata

²³Per le prime risposte dei regolatori si rinvia *infra*.

²⁴Cfr. *Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice* (JC 2015 080 del 4 December 2015). Una prima lettura complessiva del DP si deve a SICLARI, SCIASCIA, *Innovazione finanziaria e rafforzamento del mercato unico per i servizi finanziari retail: sfide, rischi, risposte della regolazione*, in *Riv. Trim. Dir. Economia*, n. 2/2016, I, 184.

²⁵Finalità precipua delle ESAs è stata quella di analizzare le osservazioni ricevute in funzione di una decisione sul *quomodo*, ovvero se e in che forma intervenire, con un *warning* comune o con una *policy* di raccomandazioni.

Per una risposta preliminare occorre attendere la pubblicazione del *Report*, avvenuta solo di recente e sulle cui conclusioni v. *infra*.

²⁶La difficoltà delle *Authorities* di comprendere compiutamente il fenomeno nelle sue molteplici sfaccettature e soprattutto di come gestirlo adeguatamente (a tutela sia dei consumatori che delle imprese), traspare chiaramente da una serie di fattori concomitanti: 1) il contenuto del *discussion paper* delle ESAs, prevalentemente incentrato su un’elencazione delle varie fattispecie riscontrate sul mercato (alcune delle quali già mutate nei loro connotati originari); 2) nel carattere interlocutorio del *discussion paper*, teso più ad ottenere informazioni dalla consultazione che ad

con le “lenti dell’interprete tradizionale”.

Quanto alla sua impostazione, il documento presenta una struttura tripartita che, dopo aver fissato il perimetro del campo di indagine, offre una panoramica generale delle fattispecie di consulenza finanziaria automatizzata maggiormente sviluppate, evidenziandone le caratteristiche distintive, basate ora sull’interazione diretta con il cliente dello strumento automatizzato, integrato o privo di qualunque intervento umano, ora sull’uso degli algoritmi, ora sulla percezione del servizio ricevuto dal consumatore come consulenza finanziaria.

Motivo quest’ultimo che ha spinto le Autorità – nei termini in cui meglio si preciserà - a prendere in considerazione la consulenza non *stricto sensu*, bensì in senso ampio che prescinde dai margini normativi prefissati dalla legislazione settoriale esistente in materia.

La parte centrale è invece dedicata ad uno *screening* dei potenziali benefici da un lato e dei paventati rischi dall’altro lato, connessi all’utilizzo di strumenti automatizzati, sulla scorta di una visione bilaterale, ovvero con lo sguardo rivolto in entrambi i casi tanto verso i consumatori quanto verso le istituzioni finanziarie, non seguita però da alcun bilanciamento dei contrapposti interessi.

Infine l’ultima parte racchiude una visione prospettica in relazione ai possibili sviluppi del fenomeno, affidata più ai risultati di ricerche di mercato prese in considerazione, quanto a reali convinzioni delle autorità medesime che non esitano a mostrare qualche perplessità specie sul versante delle concrete possibilità di accesso a causa di un diffuso basso livello sia di educazione digitale, sia di consapevolezza ed educazione finanziaria dei consumatori.

4.1. Come già accennato, il DP si apprezza per avere cercato di avviare un percorso conoscitivo su un fenomeno, il cui sviluppo e le cui evoluzioni sono an-

offrirle; 3) l’eccessivo lasso di tempo concesso per la consultazione (dal 4 dicembre 2015 – giorno della pubblicazione del DP - sino al 4 marzo 2016).

cora *in fieri*. Nel contempo però offre diversi spunti di riflessione con riferimento in primo luogo al titolo del documento pubblicato (i.e. “*automation in financial advice*”), in secondo luogo al perimetro monitorato dalle Autorità europee.

Con riferimento al primo versante, le ESAs fanno un utilizzo improprio e talora fuorviante del titolo assegnato che rischia di ingenerare confusione sull’ambito posto sotto osservazione dalle Autorità.

Il primo elemento in discussione involge il carattere automatizzato dei *tools* utilizzati, con riguardo ai quali la mancanza, nel contesto dei servizi finanziari, di una definizione di “automazione” non viene in alcun modo colmata nel DP con altra di tipo convenzionale, utile a far comprendere in cosa si sostanzia un elemento qualificante delle fattispecie considerate.

In secondo luogo, viene adottato l’aggettivo “*finanziario*” in senso lato, includendo presumibilmente un generico riferimento *cross sector* ai comparti finanziario in senso stretto, assicurativo, bancario, tutti inclusi nel raggio di osservazione e posti sotto la lente d’ingrandimento delle ESAs, sebbene nella eterogeneità che connota il *patchwork* delle varie fattispecie in considerazione, il fenomeno appaia più consistente proprio nel settore finanziario *stricto sensu* rispetto ai settori limitrofi.

Parimenti, il concetto di consulenza viene adottato in senso ampio, a dispetto delle definizioni talora non perfettamente convergenti nei tre settori indicati²⁷. La mancanza di chiarezza e coerenza nel *framework* della legislazione esistente e nel trattamento regolamentare dei tre settori ha determinato una pluralità di modelli consulenziali non coincidenti²⁸, con tutte le implicazioni che ne deri-

²⁷Senza dimenticare che nel settore bancario è assente una definizione di consulenza per prodotti diversi dai mutui.

²⁸La mancanza di un modello unitario forgiato sul *benchmark* di quello creato in ambito finanziario è la risultante di percorsi normativi paralleli, ma non convergenti nei tratti peculiari. A titolo esemplificativo, per una comparazione delle tipologie consulenziali prestate su base indipendente in IDD e Mifid 2, con tutte le implicazioni che ne derivano anche sul versante strettamente nazionale, mi sia consentito rinviare a PARACAMPO, *La disciplina della consulenza nella direttiva sulla distribuzione assicurativa. Le molteplici sfumature di un servizio a gradazione variabile*, in *MyAdvice*, n. 4/2016, 62.

vano.

Strettamente correlata anche l'ampiezza dello stesso concetto di "*consulenza automatizzata*" che dovrebbe portare a discernere fattispecie pure, totalmente automatizzate e quindi prive del benché minimo intervento umano, rispetto a quelle che beneficiano di un'integrazione, con varie modalità, del fattore umano.

Ne discende un uso dell'intera locuzione di "*strumenti automatizzati di consulenza finanziaria*" eccessivamente ampio ed omnicomprensivo, senza alcuna distinzione tra fattispecie suscettibili di inclusione o di esclusione dal novero di quelle monitorate, con conseguente confusione delle fattispecie coinvolte e delle diverse problematiche sottoposte al vaglio regolamentare.

In particolare, l'uso indiscriminato cui si allude, concerne il riferimento indifferenziato alla consulenza automatizzata per un verso e agli strumenti automatizzati per la prestazione di servizi finanziari per altro verso, ove il primo sembra involgere l'esercizio di un'attività finanziaria riservata, gli altri invece solo servizi di diversa natura (es. di tipo informativo o di guida per l'investitore), che dovrebbero – in virtù di detta qualificazione – rimanere fuori dal raggio di azione del DP.

Eppure, una distinzione di sorta sarebbe quanto mai opportuna, dal momento che l'utilizzo di strumenti automatizzati (integrati o meno da qualche forma di interazione umana) non involge sempre e necessariamente l'intero processo di intermediazione, bensì anche solo di singole fasi della catena distributiva, che non sempre culminano nel "contatto" con l'investitore, esaurendo la propria funzione all'interno del *service provider*. In altri casi si traducono nella prestazione di servizi finanziari differenti dalla consulenza, che hanno talvolta poco o nulla a che vedere con la consulenza automatizzata, quanto piuttosto con il più ampio processo di digitalizzazione dei servizi finanziari.

Il fenomeno si manifesta infatti in forme differenti tanto nei tre settori complessivamente considerati (finanziario, assicurativo e creditizio), quanto soprattutto all'interno di quello di natura finanziaria che contempla il *genus* più am-

pio e maggiormente variegato di fattispecie in cui si ricorre all'utilizzo di strumenti per la prestazione del servizio di consulenza automatizzata o comunque per raccomandazioni automatizzate al cliente. Fattispecie però che non sempre coincidono o si esauriscono nella consulenza finanziaria vera e propria (intesa come servizio di investimento), bensì annoverano servizi latamente consulenziali, in quanto offrono servizi diversificati che talora spaziano dalla consulenza generica e dall'allocazione finanziaria per *assets* sino all'offerta di portafogli modello di investimento ed alla relativa gestione.

Il tenore volutamente ampio e generalizzato dell'*universus* considerato, pur nella estrema diversità della casistica presa in considerazione, è teso – nella prospettiva delle Autorità europee - ad includervi quindi ogni fattispecie riscontrata sul mercato che sia tale da ingenerare nel consumatore la percezione – corretta o erronea che sia – di ricevere un servizio di consulenza, a prescindere dall'esatto inquadramento del servizio medesimo.

Viene così posta in secondo piano la reale qualificazione giuridica, in ciascuna fattispecie concreta, di una raccomandazione come personalizzata, a favore della prospettiva soggettiva del destinatario del servizio prestato digitalmente, il consumatore, il quale potrebbe essere indotto dalle circostanze a considerare il servizio ricevuto come a lui adeguato.

Facendo così leva sulla finalità protezionistica del proprio mandato, le ESAs preferiscono optare per il comune significato del termine "consulenza", da intendere come un'opinione o raccomandazione per un'appropriata scelta di azione, nonché, di conseguenza, porre un *focus* sul fenomeno (ampio ed eterogeneo) della consulenza finanziaria automatizzata e non sulla prestazione del servizio di consulenza in sé, come codificato dal legislatore.

5. Va osservato che il campo monitorato dalle ESAs e l'impostazione del DP risentono di un errore di fondo che potrebbe alterare l'inclinazione delle lenti

d'ingrandimento usate per l'osservazione del fenomeno in questione, portando a derive interpretative ed applicative con riguardo ad entrambi i versanti, soggettivo ed oggettivo, coinvolti dalla prestazione del servizio di consulenza.

La chiave di lettura utilizzata per la delimitazione del perimetro indagato, rappresentata – come già precisato - da un ampio concetto di consulenza, rischia di creare diversi piani disallineati di intervento, generando ulteriore confusione su un settore già con diverse aree grigie.

In particolare, l'ampia prospettiva consulenziale favorisce un'alterazione dell'equilibrio raggiunto tra il sistema codificato, incentrato sulla raccomandazione personalizzata²⁹, ed altro realizzato a mezzo di *digital channels*, sommariamente ricondotto nell'alveo della consulenza, a prescindere dalla qualificazione giuridica del servizio concretamente prestato.

Un'operazione interpretativa che può avere conseguenze devastanti sul versante delle imprese *FinTech*, spesso non regolamentate e quindi non soggette ad alcun controllo³⁰.

Al riguardo si ricorda che le *start up*, nate in ambiente *FinTech*, non necessitano di autorizzazione se intendono prestare servizi informativi o di allocazione finanziaria che escludono la formulazione di raccomandazioni personalizzate con riguardo a determinati strumenti finanziari.

Il sistema di Mifid 1 ha tracciato precise linee di confine tra la consulenza

²⁹Con riferimento alla delimitazione del servizio di consulenza in materia di investimenti all'indomani delle innovazioni introdotte con Mifid 1 si rinvia, *inter alia*, alle osservazioni di: AMOROSINO, *Profili pubblicitari della disciplina dell'attività di consulenza finanziaria*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, tomo I, Cedam, 2010, 429; SCIARRONE ALIBRANDI, *Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, *Ibidem*, 597; CIRAIOLO, *I caratteri del servizio di consulenza in materia di investimenti alla luce della normativa di recepimento della Mifid*, *Ibidem*, 649; Michele De Mari, *La consulenza in materia di investimenti: prime valutazioni e problemi applicativi*, in *Dir. Banc.*, 2008, I, 393.

³⁰Questa rappresenta un'altra pecca del DP che prende in considerazione solo gli *automated advice tools* utilizzati da soggetti abilitati alla prestazione dei servizi finanziari, lasciando fuori tutto uno spettro soggettivo, quello delle *start up* e delle imprese *FinTech*, che ha però invaso il mercato, in concorrenza con i *players* tradizionali.

finanziaria vera e propria da un lato e la consulenza generica³¹ dall'altro che, se circoscritta nei limiti di cui ai *considerando* n. 81 e 82 direttiva 2006/73/CE, non identifica un'attività riservata, con tutte le implicazioni che ne derivano sul versante delle abilitazioni richieste esclusivamente per la prestazione di servizi di investimento.

Il discrimine indicato è stato confermato dal sistema di Mifid 2³², con la conseguenza che un soggetto può prestare un servizio (che – si precisa – non si identifica con la consulenza finanziaria vera e propria) liberamente esercitabile anche in assenza di autorizzazione qualora si limiti a svolgere attività di *asset allocation* o puramente informativa (in entrambi i casi non seguite da alcuna raccomandazione personalizzata).

A ben vedere, nella maggior parte dei casi le fattispecie diffuse sul mercato esulano dai margini della consulenza intesa in senso stretto come attività riservata. Solo pochi (sempre meno) *robo-advisor* offrono direttamente servizi di consulenza finanziaria³³, limitandosi negli altri casi a raccomandare portafogli modello, prestare servizi di gestione di preconfezionati portafogli di investimento, nonché servizi puramente informativi e/o di filtri informativi, con esclusione di raccomandazioni personalizzate su determinati strumenti finanziari (come invece richiesto dalla definizione ufficiale di Mifid 1 e 2³⁴).

³¹Sulle distinzioni tra consulenza finanziaria specifica e consulenza generica si rinvia a: GRECO, *La consulenza nel mercato finanziario tra diritto speciale e diritto comune*, Pacini Editore, 2012, 122 ss.; PARRELLA, *Consulenza in materia di investimenti*, in *L'attuazione delle Mifid in Italia*, a cura di D'Apice, 2010, 185 ss.

³²Cfr. *considerando* n. 15 e 16 del Regolamento Delegato (UE) della Commissione che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva [C(2016) 2398 final del 25 aprile 2016].

³³Come già precisato, è la stessa denominazione convenzionale di *robo-advisor* a risultare fuorviante, in quanto lascia intendere il riferimento alla prestazione di un servizio di consulenza, laddove in realtà quello che viene prestato è un servizio che nella maggior parte dei casi è invece riconducibile alla gestione o alla consulenza generica (i.e. di allocazione finanziaria).

³⁴Sulla definizione e sulla disciplina del servizio di consulenza nella Mifid 2, una prima lettura si deve a: SICLARI, *La consulenza finanziaria "indipendente" prevista dalla Mifid II alla prova dei fatti*, in *La Mifid II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, a cura di Troiano e

In questo contesto quali conseguenze potrebbero discendere sul versante soggettivo?

Il rischio che una società *FinTech*, priva di autorizzazione, possa essere sanzionata per esercizio abusivo di un'attività riservata, pur non intendendo prestare un servizio di consulenza, considerato invece tale alla stregua della prospettiva adottata dalle Autorità.

Le implicazioni, nel caso di specie, sarebbero sì dirompenti ed altererebbero l'equilibrio normativo degli interessi in gioco quale conseguenza di una sommaria qualificazione del servizio prestato.

E la situazione non migliora ove si faccia ricorso al *benchmark* della percezione del consumatore circa il servizio ricevuto. Una variabile indeterminata che destabilizza oltremodo l'ordine e la certezza delle regole applicabili in ciascuna fattispecie concreta.

Il criterio della percezione - sia essa corretta o distorta, falsamente ingenerata o giustamente creata - rischia di assurgere al rango di elemento discrezionale tra un'attività riservata ed altra liberamente esercitabile, decretandone - ma solo *a posteriori* - l'applicabilità o meno di una determinata disciplina e di un annesso *kit* di regole (rispettivamente in tema di consulenza finanziaria e consulenza generica).

Il tema però non è del tutto innovativo, dal momento che, già all'indomani dell'adozione della Mifid 1 - che aveva promosso la consulenza da servizio accessorio a servizio di investimento ed aveva offerto per la prima volta una definizione espressa della relativa attività - era stato posto in evidenza tra le problematiche derivanti da una migliore comprensione del contenuto e dei margini definatori del servizio in questione.

In particolare, la rilevanza da attribuire o meno al criterio soggettivo della percezione del cliente in ordine al servizio ricevuto era stata sollevata nell'ambito delle osservazioni presentate in relazione al *Consultation Paper* del CESR dal titolo

Motroni, Cedam, 2016, 515; SCOLARI; *La consulenza finanziaria verso Mifid 2*, Ilmiolibro.it, 2015.

“*Understanding the definition of advice under MiFID*”, pubblicato il 14 ottobre 2009³⁵.

Osservazioni che esprimevano preoccupazioni sull’uso di criteri soggettivi per la determinazione della rilevanza del servizio prestato come attività riservata o meno (nella specie, come consulenza finanziaria o meno)³⁶.

Le preoccupazioni in tal senso (circa la dipendenza dalla percezione dell’investitore) sono state parzialmente arginate dal Comitato mediante il riferimento non ad un generico cliente, bensì ad un “*reasonable observer*” e quindi facendo uso del criterio della ragionevolezza che dovrebbe essere di ausilio nel discriminare tra una raccomandazione personalizzata che integra gli estremi della consulenza di investimento e una semplice informazione³⁷.

Nel caso specifico del DP l’elemento di valutazione (i.e. la percezione del consumatore sul servizio ricevuto) utilizzato dalle ESAs produce invece come risul-

³⁵La consultazione mirava a chiarire ed illustrare diverse situazioni che vedono impegnate le imprese a prestare o meno, a seconda dei casi, il servizio di consulenza.

Cfr. Ref. CESR/09-665, seguito sia da un *Feedback Statement* (Ref. CESR/10-294) del 19 aprile 2010, nel quale il Comitato ha risposto alle osservazioni ricevute, sia da un *set di Questions and Answers* (Ref. CESR/10-293), pubblicate in pari data.

³⁶Cfr. CESR/10-294, *sub point 7* [*Considering an investor’s view of whether advice is being given: Concerns were expressed that CESR was using subjective criteria and – in particular – that a client’s perceptions would be treated as determinative of whether investment advice was being given. CESR has revised its drafting and included text in the Introduction to the Questions and Answers to make clear that “if a recommendation is put forward in such a way that a reasonable observer would view it as being based on a consideration of a client’s circumstances or presented as suitable then – subject to the other four tests being met – this amounts to investment advice”*].

³⁷Il concetto viene meglio esplicitato nelle citate Q&A (CESR/10-293) ove si legge (*sub point 6 - 7*): “*MiFID identifies the importance of presentation in determining whether investment advice is being given: one of the tests that the Directive sets out is whether a recommendation is presented as suitable, rather than whether it is actually suitable for the client. CESR believes that it is, therefore, important to take account of whether it would be reasonable to think that a personal recommendation is being made in determining whether investment advice is being given. So, if a recommendation is put forward in such a way that a reasonable observer would view it as being based on a consideration of a client’s circumstances or presented as suitable then – subject to the other four tests being met – this will amount to investment advice.*

Despite the fact that MiFID requires that all information addressed by the investment firm to clients or potential clients shall be fair, clear and not misleading, CESR recognises that a particular client’s understanding of the nature of the service he is receiving will not always be accurate. For this reason, whether or not a particular client feels that he is receiving a personal recommendation will not determine, on its own, whether or not investment advice is actually being given”.

tato solo quello di rendere sempre più labile la distinzione netta tra il servizio quale attività riservata e l'attività di consulenza posta al di fuori del perimetro codificato, senza offrire elementi di chiarezza applicativa per gli operatori.

Tant'è vero che la prospettiva prescelta dalle ESAs non è stata condivisa dai partecipanti al mercato che nelle osservazioni presentate con riferimento al DP, hanno sollevato una serie di puntuali precisazioni e distinzioni in relazione tanto alla definizione di consulenza finanziaria automatizzata quanto al novero delle fattispecie da includere e specularmente di quelle da escludere dall'ambito monitorato, nonché – in particolare - all'uso del criterio soggettivo della percezione del consumatore³⁸.

L'appello è stato nella quasi totalità dei casi verso l'uso delle definizioni legali di consulenza (ovviamente ove ne ricorrano i presupposti normativi)³⁹ per evi-

³⁸Chiara ed esemplificativa di questo orientamento la posizione manifestata da ESBG (*European Savings and Retail Banking Group*), la quale ha evidenziato che “*would like to make a general remark on the definition of automated financial advice. For reasons of simplification, ESBG suggests to just distinguish between consumer-facing tools and advisor-facing tools. Doing so can help to provide a much easier and clearer definition. ESBG supports the characterisation of automated advice tools as consumer-facing-tools in opposition to advisor-facing-tools which shall not be considered as automated advice.*

Apart from that, ESBG thinks that the more sophisticated ESA definition of financial advice tools needs to be modified in parts and should be further sharpened in other regards. According to the ESAs, three main characteristics are needed: (1) the consumer uses the automated tool directly without (or very limited) human intervention, (2) an algorithm uses information provided by the consumer to produce an outcome and (3) the output of the tool is, or is perceived by the consumer, as financial advice. On these points ESBG has the following comments.

A case that can be problematic under the current definition is the criteria of the customer's perception of getting advice. This can include cases where a financial service provider did not intend to provide advice. A practical example where this problem arises is the following: If a customer uses a self-service tool which helps to assess what amount of a consumption loan he/she can afford, this could already be seen as “advice” under the ESA definition. However, from the banking side it was not intended as financial advice but just as a bank service offering. In this context, and to avoid legal grey areas, it would need to be clearly determined when a recommendation/general information turns into “advice”. Another example is the outcome of an automated tool which makes clear that the actual recommendation will be given after-wards by a human as the outcome of the automated tool does not specify the products (e. g. it only suggests target portfolios)”.

Cfr. *ESBG response to ESA Discussion Paper Automation in Financial Advice - JC 2015 080*.

³⁹Cfr. *Opinion of the EIOPA Occupational Pensions Stakeholder Group (OPSG) on Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice (JC 2015 080) - EIOPA-OPSG-16-01-March 2016*: “*The OPSG is unsure about the focus of the paper on consumer perception and the broad application of the concept of advice to include anything that is perceived by consumers to be advice. The OPSG does not believe that output generated by an automated tool is per se*

tare ulteriori incertezze interpretative e frammentazione dei requisiti regolamentari.

6. Mitigare i rischi per il consumatore e nel contempo sfruttare i potenziali benefici derivanti dalle innovazioni tecnologiche nel settore dei servizi finanziari: questo l'obiettivo comune che Autorità ed Istituzioni si sono ripromessi di conseguire e che accomuna i diversi tavoli di lavoro aperti sinora. Obiettivo che può discendere solo da un bilanciamento dei due versanti coinvolti (benefici e rischi).

L'elemento della discordia è però rappresentato dal *quomodo* ovvero dalla soluzione migliore e più adatta a realizzare il giusto compromesso delle contrapposte esigenze che sottendono peraltro – in entrambi i casi – una significativa inci-

always financial advice.

It is important to use legally robust definitions to avoid uncertainty and subjective interpretations of when advice is provided. The discussion of advice should therefore be aligned with the definitions of advice provided under existing financial services legislation, ie a personal recommendation. It seems inappropriate for the ESAs to disregard the definitions under recently approved EU financial services legislation and to opt instead for a subjective and vague concept that lacks any real clarity over its potential scope. There is a clear difference between the provision of a personalised recommendation to a consumer, which is financial advice, and other services that simply provide information in an interactive way, allowing consumers to make a choice.

It is important when giving consideration to the concept of automated financial advice to only include those tools that involve the provision of a clear personal recommendation to a customer, and not those tools which serve only to provide automated information or 'guidance' to customers".

Di identico avviso anche EFAMA (*EFAMA's comments on the ESAs' Joint Discussion Paper on automation in financial advice* (del 4 marzo 2016) che ha precisato: "*We take note of the ESAs' very broad understanding of "advice" which not only encompasses the definitions of "advice" from the relevant existing sectorial legislations but also blurs this with the retail consumers' common perception of advice. It is important that this confusion is addressed. The ESAs should ensure a common terminology to describe financial advice rather than the confusing definitions of advice (pension advice, mortgage advice, investment advice, simplified advice, guidance, etc.) with different requirements and liabilities.*

We further believe that while automated financial advice tools should always provide for the same level of investor protection as any other type of advice, but note that the ESAs' assessment does not yet properly reflect these different levels of existing investor protection. When comparing the different sectors, it is important to note that some sectors already provide a very high-level of regulation in terms of investor protection, conflicts of interests and delegation/outsourcing. In this regard, it also should be noted that for certain parts of the activities regarding automated advice certain regulatory requirements might be applicable (e.g. the output of a tool might qualify as reception and transmission of orders in relation to financial instruments). It is important that any regulation regarding automated advice takes this into account in order to avoid more fragmentation of the regulatory requirements".

denza sul versante della tutela del consumatore.

Un punto però unisce le diverse posizioni: la risposta – di qualunque natura possa essere – deve evitare di ostacolare o soffocare l’innovazione, a favore di un approccio bilanciato che nel contempo protegga i consumatori e supporti le imprese *FinTech*⁴⁰.

Un obiettivo ambizioso quest’ultimo, che richiede la ricerca di un giusto equilibrio tra contrapposti interessi (i.e. neutralizzazione dei rischi ed esaltazione dei benefici) e che al momento non sembra ancora esser stato pienamente e diffusamente raggiunto⁴¹.

In questo contesto si sono delineati due fronti di risoluzione, talora nettamente contrapposti.

Il primo, intravedendo solo una minaccia per il sistema codificato dell’intermediazione finanziaria (intesa in senso lato) e delle attività riservate, nonché per la stabilità finanziaria del mercato nel suo complesso⁴², sostiene fermamente la posizione rigorosa a favore di una nuova impalcatura regolamentare.

Il secondo orientamento invece, ponendo in rilievo le opportunità derivanti dalla digitalizzazione e considerata la “volatilità” degli scenari di mercato, in

⁴⁰In questo senso si è espresso da ultimo anche Steven Maijoor (ESMA Chair) nel suo *speech* tenuto a Brussels il 16 novembre 2016 (“*How can we improve outcomes for investors in investment funds?*” – ESMA/2016/1579).

⁴¹Un’eccezione è rappresentata dal mercato inglese ove la FCA ha intrapreso un percorso diverso (c.d. *RegTech*) da quello europeo, teso ad eliminare - invece di introdurre - ulteriori orpelli burocratici, suscettibili di ostacolare l’accesso al mercato ed all’innovazione finanziaria di nuove *start up*, entrambe sollecitate attraverso un dialogo costante tra regolatore ed industria, unitamente ad un valido supporto per le imprese per il tramite di una Unit appositamente creata nell’ambito dell’*Authority*.

⁴²Su questo versante si veda innanzitutto il *Financial Stability Board*, sulla cui posizione in merito a *FinTech* si rinvia *supra*.

A favore di un *framework* normativo – sebbene circoscritto al settore assicurativo - si è schierata anche l’EIOPA, il cui presidente Gabriel Bernadino, in uno *speech* tenuto a Francoforte il 18 ottobre 2016 (“*Exploring new horizons for the benefit of the citizens in the European Union*”), ha preannunciato per il prossimo anno una serie di tavole rotonde in tema di *InsurTech*, finalizzate al confronto tra i diversi *stakeholders* “*about the benefits and risks for consumers and the potential obstacles to good innovation practices. Ultimately this will contribute to the development of a regulatory framework that promotes the highest standards of consumer protection while not hindering innovation*”.

perenne evoluzione, propone un approccio flessibile, propendendo ora per limitate modifiche normative al quadro disciplinare già esistente, ora per approcci più *soft*. Il tutto nella prospettiva di evitare di imbrigliare con altre ed ulteriori regole l'innovazione la quale, diversamente, perderebbe il carattere dell'opportunità di sviluppo e di crescita del settore dei servizi finanziari.

E' verso quest'ultima direzione che talune Autorità hanno cominciato ad indirizzarsi, riconsiderando la posizione iniziale a fronte dell'irreversibilità di un fenomeno rivoluzionario, inarrestabile e suscettibile di portare benefici ai consumatori, pur nella consapevolezza di eventuali e concomitanti rischi da gestire o neutralizzare.

Allora quale la risposta solutoria?

Dalle osservazioni sul DP è emerso che l'approccio regolamentare rappresenta il rischio più temuto dalla quasi totalità dei partecipanti al mercato, che hanno invitato con una risposta corale a prendere in considerazione opzioni alternative.

Eppure la direzione da intraprendere potrebbe palesarsi dalle risposte ai seguenti interrogativi.

Sono necessarie nuove regole per gestire il fenomeno in questione o lo strumentario normativo attualmente in vigore dispone già di mezzi utili al fine indicato?

Così se è vero che la legislazione vigente in materia consumeristica deve trovare applicazione a prescindere dal mezzo usato e dalla modalità di prestazione del servizio, è altrettanto vero che la stratificazione delle fonti normative che insistono sulla stessa materia e proliferano a dismisura è ormai eccessiva, sconcertante e sconcertante, tanto per gli interpreti quanto per gli operatori finanziari che devono applicarle, trasformandosi in una sorta di deterrente che disincentiva ed allontana da opportunità commerciali suscettibili di offrire benefici anche ai consumatori.

Una cosa è certa: il mercato non cammina, ma corre⁴³ e qualunque norma adottata nasce già vecchia o comunque è destinata a divenire presto obsoleta, se non è sorretta da un principio di neutralità tecnologica.

Del resto, ogni innovazione tecnologica – come già evidenziato - reca con sé una sfida per il regolatore, che spesso fornisce però risposte intempestive e quindi inefficaci, considerati i tempi eccessivamente lunghi e dilatati di comprensione del fenomeno, monitoraggio e vaglio di eventuali interventi a tutela del consumatore, a fronte di fenomeni soggetti a rapida mutazione.

Rischio cui si aggiunge poi quello derivante dalla contestuale pluralità delle iniziative in campo, unitamente ai diversi ambiti e soprattutto angoli di osservazione, sorretti da altrettante finalità – non necessariamente o perfettamente coincidenti – che potrebbero per un verso produrre riscontri non allineati, se privi di coordinamento, per altro verso allungare i tempi delle risposte a fronte di un mercato, come già ricordato, che cambia pelle e si evolve velocemente in più direzioni, rendendo inadeguata qualunque soluzione di natura regolamentare.

Sul primo versante, si è evidenziato⁴⁴ come il successo delle misure da intraprendere sarà determinato altresì dalla relativa considerazione unitaria con quelle promosse nel contesto della *Capital Markets Union*, cui viene riservato un grado di priorità.

E la Commissione europea è consapevole del pericolo di un eventuale disallineamento delle risposte solutorie, unitamente al rischio di frammentazione normativa nel contesto europeo, dal momento che, nell'ultima puntata del per-

⁴³Del ritmo calzante che caratterizza il mercato e della velocità di cambiamento del *target* di volta in volta preso in considerazione dai regolatori, ne è pienamente consapevole anche l'Esma che evidenzia come “*assessing under a regulatory and supervisory point of view what FinTech brings to us is a challenging task. The European lawmakers and regulators are used to operate with a moving target. But, with FinTech, the target is moving at a fast pace and in many different directions*” [cfr. MAIJOOR, *Safeguarding investors is key to ensuring the Capital Markets Union's success* (ESMA/2016/1584 del 17 novembre 2016)].

⁴⁴Cfr. MAIJOOR, *cit.*

corso della CMU⁴⁵, ha precisato che “in alcuni Stati membri le autorità di regolamentazione stanno sviluppando nuovi approcci per sostenere lo sviluppo delle imprese *FinTech*, ivi compresi quelli che forniscono orientamenti normativi o gruppi di lavoro che si occupano delle implicazioni delle *FinTech* in termini di politiche. La Commissione continuerà a promuovere lo sviluppo del settore delle tecnologie finanziarie e ad adoperarsi per assicurare che la regolamentazione arrivi ad un giusto equilibrio tra l’esigenza di favorire la fiducia delle imprese e degli investitori, di tutelare i consumatori e di creare lo spazio in cui il settore *FinTech* possa svilupparsi. *La Commissione collaborerà con le autorità europee di vigilanza (AEV), la Banca centrale europea, altri organismi di regolamentazione e gli Stati membri per sviluppare un approccio politico coordinato, che sostenga lo sviluppo delle tecnologie finanziarie in un contesto normativo appropriato*”⁴⁶.

6.1. A fronte di uno scenario dalle tinte ancora sfumate, i partecipanti alla consultazione sul DP a gran voce hanno richiesto un maggior uso del principio di neutralità tecnologica che evita di rendere desueta quella normativa nel passaggio da una “generazione” all’altra della consulenza e che quindi prescinda anche dal mezzo utilizzato per prestarla⁴⁷.

⁴⁵Cfr. Comunicazione della Commissione europea su “*Unione dei mercati dei capitali – Accellerare le riforme*” [COM(2016) 601 final del 14 settembre 2016].

⁴⁶Nonostante le rappresentate posizioni, il tema è stato altresì oggetto di lavori che esulano dai confini europei, involgendo dimensioni globali nelle quali mercati più maturi hanno ottenuto risposte più veloci.

A titolo esemplificativo, sul versante americano si ricorda dapprima l’intervento adottato l’8 maggio 2015 dalla SEC recante un *alert* per gli investitori nell’uso degli *Automated Investment Tools*, seguito a marzo 2016 dal *Report on Digital Investment Advice* emesso dalla FINRA (*Financial Industry Regulatory Authority*).

Per un commento in tema di *robo-advice*, ove viene espressa una posizione critica in ordine all’approccio assunto dal Department of Labor (“DOL”), si rinvia a FEIN, *Robo-Advisors: a closer look*, del 30 giugno 2015, reperibile su <http://papers.ssrn.com>.

Altro intervento si registra sul versante australiano ove l’ASIC (*Australian Securities & Investment Commission*) a marzo 2016 ha pubblicato la *Regulatory Guide 255 – Providing digital financial product advice*.

⁴⁷A sostegno di quest’orientamento si veda anche l’EIOPA (*Opinion of the EIOPA Occupational Pensions Stakeholder Group (OPSG) on Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice* (JC 2015 080) - EIOPA-OPSG-16-01- March 2016), che ne offre una chiara

Il carattere neutro, dal punto di vista sia tecnologico che dei modelli commerciali, delle regole eventualmente adottate dovrebbe poi coniugarsi con un approccio regolamentare di supervisione alquanto flessibile⁴⁸, nella prospettiva di non ostacolare lo sviluppo di nuovi *digital channels* nella misura in cui possano favorire l'inclusione collettiva e l'accesso dei consumatori almeno ai servizi finanziari più essenziali.

Questo lo spirito che dovrebbe ispirare – a parere della Commissione per i problemi economici e monetari - in primo luogo ogni nuova iniziativa legislativa da adottare nel contesto del *Green Paper* sui servizi finanziari al dettaglio, nella prospettiva di creare e mantenere condizioni di parità. Spirito ritenuto peraltro "l'unico modo sano e sostenibile per perseguire tale obiettivo in un mercato in così rapida evoluzione"⁴⁹.

E la neutralità tecnologica non involge solo i *tools* utilizzati, suscettibili da un lato di pronta evoluzione, dall'altro di rapida obsolescenza, bensì anche le regole applicabili o *standard* normativi a tutela del consumatore che devono essere applicati a prescindere del mezzo utilizzato, riscoprendo gli strumenti offerti dalla legi-

motivazione, laddove precisa che *"given the benefits of the use of automated advice tools, the OPSG would expect the development of these tools to continue to grow in prominence. Their further development should be encouraged and care should be taken not to impede growth or stifle innovation through rules that are obstructive or become quickly out-of-date. It would not be advisable to establish prescriptive measures aimed at the standardisation of such tools, particularly where companies are developing innovative, interactive and engaging ways to help consumers understand financial issues"*.

⁴⁸Un appello all'adozione di un approccio flessibile proviene dall'EIOPA, *Feedback statement on EIOPA's Opinion on sales via Internet* (EIOPA-BoS-16/069 del 31 marzo 2016).

La posizione indicata viene altresì ribadita e meglio esplicitata nell'ambito delle osservazioni presentate con riferimento al DP, ove vi si legge che *"as the use of automated advice in financial services varies greatly across EU member states, the OPSG acknowledges that a flexible approach is important for any follow-up that the ESAs may consider. Some markets are significantly more advanced than others with regard to the development and implementation of automated tools, which should be taken into account in order to fully realise their potential and to avoid stifling innovation"* (cfr. *Opinion of the EIOPA Occupational Pensions Stakeholder Group (OPSG) on Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice* (JC 2015 080) - EIOPA-OPSG-16-01- March 2016).

Sulla stessa linea si pone anche la Commissione europea nella comunicazione COM(2016) 855 *final*, cit.

⁴⁹In questi termini si è espressa la Commissione per i problemi economici e monetari nel progetto di relazione sul Libro verde sui servizi finanziari al dettaglio, presentato il 25 maggio 2016.

slazione già vigente o di prossima implementazione (i.e. Mifid 2 e IDD), sia di quella settoriale, sia di quella trasversale (quale quella relativa alla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori)⁵⁰.

In questo contesto la risposta di tipo regolamentare produrrebbe solo il risultato di infittire oltremodo la foresta normativa, pregiudicando e soffocando un fenomeno in crescita che offre molteplici opportunità per i consumatori di servizi finanziari.

L'alternativa auspicabile potrebbe invece essere quella che favorisca un maggior utilizzo di *best o good practices*, di *guidelines* e di *recommendations* o comunque di misure di *soft law*⁵¹, finalizzate piuttosto ad armonizzare ed omologare buone pratiche di cui potranno avvalersi gli stessi operatori che potrebbero utilizzarle come guida nella progettazione e nella realizzazione, come nell'uso di nuove tecnologie.

In definitiva, una sorta di "*robo advice governance*" che tracci un percorso e fornisca chiare indicazioni agli intermediari finanziari, anche in termini di responsabilità, a partire dalla stessa ideazione del *robo advisor* sino ad arrivare alla prestazione del servizio al cliente, nel rispetto di specifici requisiti di professionalità dei produttori dello stesso *robo advisor* e degli algoritmi sottostanti, nonché di requisiti di trasparenza delle informazioni fornite al cliente, relativa profilatura ed adeguatezza delle operazioni raccomandate. Il tutto a tutela del consumatore di servizi finanziari automatizzati, ma anche di condizioni omogenee di concorrenza tra operatori (*incumbents* e *new players*).

Possibili spazi di intervento nel senso da ultimo indicato si intravedono a livello comunitario ove l'occasione viene offerta dal processo di definizione del sistema di Mifid 2, nel corso del quale l'ESMA si è riservata di intervenire nel pros-

⁵⁰Su questa e su altre coordinate normative e non, suscettibili di applicazione con riguardo agli *automated advice tools*, mi sia consentito rinviare a PARACAMPO, *Nuove tecnologie e sfide regolamentari. Prospettive future per la tutela dell'investitore nella consulenza digitale*, in *MyAdvice*, n. 3/2015, 29.

⁵¹Esemplificative sono le misure preventive adottate sotto forma di *soft law* da alcune autorità nazionali con riferimento alla distribuzione di prodotti assicurativi *online*.

simo futuro con riferimento alla consulenza finanziaria prestata tramite *internet based channels*, a mezzo di specifiche linee guida o raccomandazioni di livello 3, ovvero strumenti di *soft law*, tali da offrire una guida per gli operatori del settore finanziario⁵².

7. Solo di recente, quasi in concomitanza (a distanza di pochi giorni l'una dall'altra), sono state pubblicate le prime risposte e sciolte alcune riserve regolamentari, dando così seguito ai proclami diffusi in tal senso nei mesi scorsi.

Trattasi del *Report* delle ESAs in tema di consulenza finanziaria automatizzata⁵³ e dell'aggiornamento del sondaggio condotto dalla IOSCO sull'utilizzo di *automated advice tools*⁵⁴.

Entrambi sono sulla medesima linea e non intaccano con ulteriori regole il sistema attualmente codificato le cui disposizioni sono ritenute, allo stadio attuale, sufficienti a mitigare eventuali rischi ed a disciplinare il fenomeno della *robo-advisory*, sia essa totalmente automatizzata o caratterizzata dal più diffuso modello cd. ibrido, ovvero integrato dall'intervento umano.

Tuttavia, nel *Report* delle ESAs permangono sostanzialmente irrisolti i nodi

⁵²Cfr. *Final Report – Esma's Technical Advice to the Commission on Mifid II and Mifir* – ESMA/2014/1569 del 19 dicembre 2014.

⁵³Cfr. *Report on automation in financial advice*, 16 December 2016, reperibili sul sito <https://esa-joint-committee-europa.eu>

⁵⁴L'Organizzazione Internazionale, dopo aver in qualche modo “snobbato” e liquidato velocemente il tema degli *automated advice tools* nel *report* del 2014 a motivo della scarsa diffusione sul mercato del fenomeno in questione [Cfr. *Report on the IOSCO Social Media and Automation of Advice Tools Surveys* (FR04/2014), su cui Paracampo, *Nuove tecnologie e sfide regolamentari. cit.*, 32 e 33], è tornata recentemente sui suoi passi con un lavoro aggiornato sul potenziale impatto di *FinTech* e della digitalizzazione sui mercati finanziari e sulla regolamentazione.

Il recente intervento dal titolo “*Update to the Report on IOSCO Automated Advice Tools Survey. Final Report*” (FR15/2016), pubblicato il 21 dicembre 2016, in realtà non muta l'approccio iniziale della IOSCO che, nel rinnovare il sondaggio tra le autorità nazionali sulla scorta di un questionario stilato con riferimento ai profili più critici emersi nell'uso di *automated advice tools*, si è limitata a comparare le diverse posizioni assunte in ciascuna giurisdizione, assumendo però in definitiva una posizione a favore di un continuo monitoraggio, finalizzato ad aiutare i regolatori a comprendere l'impatto di detti *tools* sulla prestazione della consulenza in materia di investimenti ai clienti *retail*.

già evidenziati nel DP con riguardo all'eccessiva ampiezza del perimetro consulenziale, che le richiamate definizioni settoriali non sono in grado di sciogliere del tutto, specie con riferimento al criterio di percezione del consumatore circa il servizio ricevuto, che viene confermato *in toto*, nonostante le numerose osservazioni contrarie sollevate in consultazione. Profilo quest'ultimo che introduce un elemento di contraddittorietà tra il richiamo della legislazione applicabile per le attività codificate e quelle considerate (*rectius*: percepite) tali sulla scorta di un criterio soggettivo, esponendo i *providers* a mancanza di chiarezza circa le regole applicabili.

Quella indicata rappresenta però una risposta preliminare, che per un verso fa tesoro solo di alcuni *feedback* ricevuti in fase di consultazione, ma che non esclude ulteriori indicazioni di diverso avviso, ove necessario, in considerazione di futuri sviluppi.

Nel frattempo tanto la IOSCO quanto le ESAs continuano a manifestare un impegno di costante monitoraggio del fenomeno già sotto osservazione, soprattutto con riferimento ad eventuali barriere allo sviluppo della consulenza automatizzata.

Maria Teresa Paracampo

*Associato di diritto dell'economia
nell'Università degli Studi di Bari*